

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

Departamento del Derecho Administrativo



TESIS DOCTORAL

**Agencias de calificación crediticia y administración tutelar:
más allá de la responsabilidad civil**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Luis Fernández Antelo

Director

Germán Fernández Farreres

Madrid, 2017

©Luis Fernández Antelo, 2016

TESIS DOCTORAL



**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE
MADRID**

Agencias de Calificación Crediticia y Administración tutelar: más allá de la responsabilidad civil

**Memoria presentada para optar al grado de Doctor por
LUIS FERNANDEZ ANTELO**

Director: Germán Fernández Farreres

**Departamento de Derecho Administrativo
Facultad de Derecho
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

INDICE

Abstract (inglés).....	Pág. 8
Resumen (castellano).....	Pág. 13
Glosario de términos financieros y jurídicos.....	Pág. 19
Abreviaturas.....	Pág. 27
CAPITULO I.- Introducción. Escenario, agentes, interacciones, resultados y repercusiones. Percepción, por los diversos poderes públicos, de la necesidad de control, supervisión y facultades de intervención, sanción y retorsión sobre las agencias de calificación crediticia. Punto de partida, ámbitos de estudio y objetivos de la actividad investigadora.....	
	Pág. 29
CAPITULO II.- Concepto, evolución y naturaleza jurídica de las Agencias de Calificación Crediticia	
A. Los distintos conceptos de Agencia de Calificación Crediticia y sus elementos comunes.....	
	Pág. 34
B. Historia y evolución de las ACC: de los boletines por suscripción del siglo XIX a la globalización en el acceso a la información.....	
	Pág. 38
C. Regulación y ACCs. Las ACCs como modelo de autorregulación regulada: la superación necesaria: la huida de la autorregulación.....	
	Pág. 41
1. El solapamiento de regulaciones.....	
	Pág. 42
2. ACCS y autorregulación. Las ACCs como cuasi-reguladores.....	
	Pág. 47
3. Los excesos en la regulación y sus consecuencias: la adicción al rating.....	
	Pág. 50
4. El difícil equilibrio entre regulación y responsabilidad. La regulación como fuente de responsabilidad.....	
	Pág. 51

5. El Supervisor europeo ante circunstancias excepcionales: jurisprudencia TJUE..
.....Pág. 52
6. Las ACC's como "gatekeepers".....Pág. 68
7. Las ACC como actores globales. ACC's y global administrative Law.... Pág. 69

CAPITULO III.- La actividad de calificación del riesgo de los actores e instrumentos financieros..... Pág. 72

- A. Introducción necesaria: Infalibilidad y profecías autocumplidas..... Pág. 72
- B. Definición y características de la calificación crediticia (rating)..... Pág. 75
- C. ACC y modelización: la publicidad de los modelos..... Pág. 92
- D. Ámbitos y funcionamiento..... Pág. 94
 - i. *Ámbito objetivo: solvencia, riesgo financiero, perfiles. Riesgo operacional y riesgo de mercado*..... Pág. 95
 - ii. *Ámbito subjetivo: entidades e instrumentos financieros: la relación inversor-emisor-Agencia y el concepto estricto de partes del contrato de rating. Calificación de deuda soberana. La adición del supervisor en la relación, a los efectos de la responsabilidad administrativa*..... Pág. 97

CAPITULO IV.- Instrumentos normativos y transnacionalidad de las ACC: normativización y eficacia (enforcement): niveles internacional, nacional y europeo

- A. A nivel europeo..... Pág. 100
- B. La normativa norteamericana como modelo..... Pág. 106
- C. Normativa española: la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia..... Pág. 107

CAPITULO V.- La organización y funcionamiento interno de las ACC como base de responsabilidad frente a la responsabilidad por el resultado de la calificación

- A. La esencial cuestión de la retribución de las ACC. Ratings solicitados y no solicitados. Los ratings no solicitados como fuente de reputación para la ACC.

Calificaciones no solicitadas y responsabilidad extracontractual. La cuestión de la competencia desleal.....	Pág.109
B. Estructura y organización de las Agencias de calificación crediticia.....	Pág. 113
C. Procesos de calificación. Un ejemplo aplicado a operaciones estructuradas: modelo de calificación de RMBS (Residential Mortgage-Backed Security).....	Pág.115
D. Metodologías de calificación de la deuda soberana: el modelo de S&P. Metodología de publicación del rating.....	Pág. 139

CAPITULO VI.- Agencias de Calificación Crediticia y conflictos de intereses

A. Introducción.....	Pág. 143
B. Perspectiva de la Unión Europea.....	Pág. 144
C. ACC's, conflictos de intereses y los "servicios auxiliares".....	Pág. 146
D. ACC's, accionariado de las mismas y gestión (prevención, tratamiento, corrección y reparación) interna de los conflictos de intereses en el seno de las ACCs. El ejemplo de Moody's.....	Pág. 147

CAPITULO VII.- Los inicios del control de la actividad de las ACC: el control propiamente jurisdiccional y las Libertades de Expresión y Prensa. El amparo del secreto periodístico

A. La calificación como opinión.....	Pág. 154
B. La experiencia americana en relación con la Primera Enmienda.....	Pág. 157

CAPITULO VIII.- Supervisión, controles extrajurisdiccionales y la paradoja de la intervención de las ACC.-

A. De la necesidad de coordinar libertad de actuación con sumisión al Derecho: de las buenas prácticas a la exhaustividad normativa.....	Pág. 160
B. Los códigos de conducta como fuente de responsabilidad de las ACCs. Su carácter vinculante. El control de la Administración.....	Pág. 161
C. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM / ESMA) y el CERV como guardián: el Supervisor Europeo	Pág. 162
D. Registro de las ACCs.....	Pág. 165

E. Alternativas a las ACC.....	Pág.169
--------------------------------	---------

CAPITULO IX.- El contrato de rating como fuente de responsabilidad: entre las partes y frente a terceros. Las cláusulas limitativas de la responsabilidad

A. Partes: Agencias, emisores y terceros.....	Pág. 170
B. Obligaciones de las partes. Remuneración.....	Pág.170
C. Responsabilidad, normativa reguladora y foro: El Third party contract Act inglés de 1999 como herramienta para eludir la responsabilidad frente a inversores y terceros afectados. La selección de foro conflictual como contrapartida a la imposición del régimen jurídico inglés.....	Pág. 171

CAPITULO X.- Principios de la responsabilidad de las ACC: de la libertad de expresión a las teorías de la culpabilidad. El pilar de la “transparencia de las metodologías”. Conceptos esenciales.....Pág. 172

A. La reputación como fuente primera de responsabilidad.....	Pág. 173
B. ACC y derechos fundamentales (<i>civil rights</i>).....	Pág. 174
C. La búsqueda de modelos de responsabilidad en otros sectores: las Agencias de Calificación de Buques.....	Pág. 176
D. La “transparencia de las metodologías” como pilar de la responsabilidad efectiva y obsesión de los reguladores.....	Pág. 177
E. Dolo, negligencia y graduaciones. Sujetos en quienes puede darse.....	Pág. 178

CAPITULO XI. Responsabilidad privada de la actuación de las ACC

A. La exigencia de responsabilidad basada en las consecuencias de la graduación de actores e instrumentos financieros. Responsabilidad contractual, extracontractual y pública.....	Pág. 179
B. Responsabilidad de las ACC, actos propios y stoppel.....	Pág. 180
C. Responsabilidad Civil de las ACC y derecho Europeo. Panorama general y principios.....	Pág.184
D. El nuevo artículo 35 bis del reglamento 1060/2009 tras la modificación operada por el Reglamento 462/2013.....	Pág. 186
E. Estructuración y control interno: el departamento de función de cumplimiento (compliance).	Pág. 190

F. Responsabilidad y revisión de las calificaciones.....	Pág. 193
G. Clausulado de exención de responsabilidad y la legislación de consumidores y usuarios	Pág. 193
H. Responsabilidad, relación de causalidad y estándares legales.....	Pág. 198
I. El Insider trading y sus medios de consecución: CDO's y demás activos financieros como instrumentos defraudatorios.	Pág. 203
J. La retirada de la calificación como modificación de la responsabilidad.Pág.	204
K. Responsabilidad y control interno.....	Pág. 207

XII. Responsabilidades de Derecho público: Administración, administrados y afectados por la Actividad de las ACC's. Derecho sancionadorPág. 208

A. La responsabilidad de la CNMV como supervisor nacional por defectos en relación con las ACCs. La STS de 16 de mayo de 2008.....	Pág. 208
B. Responsabilidad <i>in vigilando</i> de las Administraciones Públicas como título habilitante para exigir responsabilidad administrativa. Concurrencia de autoridades de supervisión y la supervisión por delegación.....	Pág. 211
C. La (eventual) responsabilidad patrimonial de la Administración comunitaria	
a. <i>Principios de la responsabilidad patrimonial de la Union Europea por los actos y resoluciones de las Instituciones y sus agentes. La Sentencia Agraz y otros/Comisión, C-243/05 P, EU:C:2006:708.....</i>	Pág.214
b. <i>Responsabilidad de la administración comunitaria como "revisora de calificaciones". Caso T-387/11, Nitrogénművek Vegyipari Zrt. V. Comisión.....</i>	Pág.218
c. <i>Responsabilidad de la administración comunitaria como "cesionaria de metodologías" propias de las ACCs. Sentencia del TJUE C-559/12-P, la Poste vs. Comisión europea.....</i>	Pág. 220
d. <i>Responsabilidad patrimonial de los supervisores financieros europeos...</i>	Pág. 224
D. Responsabilidad del estado legislador por la introducción, en diversos textos normativos, del requisito de un determinado rating a empresas, bancos <i>et alii</i> para poder actuar en determinados ámbitos	
1) <i>Primer nivel –responsabilidad del Estado legislador comunitario.....</i>	Pág. 226
2) <i>Segundo nivel –responsabilidad por producción de normas con rango de ley. Las aventuras y desventuras del artículo 6 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo,</i>	

de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros..... Pág. 232

3) *Tercer nivel: los folletos informativo y la publicidad de los instrumentos de financiación estructuradas*..... Pág. 238

- E. Responsabilidad del estado que incumple la obligación de legislar/ parcial/ tardío/ negligente..... Pág. 251
- F. Comunicación por el emisor-solicitante de datos falsos a la ACC y concurrencia de responsabilidades..... Pág.253
- G. Las infracciones del Anexo III del reglamento 513/2011..... Pág. 255
- H. Sanciones. El nuevo 36 bis tras el reglamento 462/2013..... Pág. 291
- I. El Procedimiento sancionador en materia de ACC. El Reglamento delegado 946/2012 de 12 de julio, por el que se completa el Reglamento (CE) n o 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante normas de procedimiento relativas a la imposición de multas a las agencias de calificación crediticia por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, incluidas normas relativas a los derechos de defensa y disposiciones temporales Pág. 301
- J. Rating de deuda pública y responsabilidad de las ACC frente al estado-emisor como cliente concreto. Legitimación del Estado para exigir responsabilidad y vías de hecho del Estado inaudita parte..... Pág. 303

CAPITULO XIII.- El control jurisdiccional de las ACC: tutela, eficiencia y resultados. Las sentencias pioneras..... Pág. 305

- ❖ Wingecaribee Shire Council vs. Lehman Brothers Australia Ltd..... Pág. 306
- ❖ Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services..... Pág. 310

CAPITULO XIV.- Conclusiones: El duro despertar del sueño financiero y el fin de la huida del derecho Administrativo..... Pág.

312

Apéndice: Bibliografía básica..... Pág. 317

ABSTRACT THESIS LUIS FERNANDEZ ANTELO

The present thesis tries to go one step beyond the issue of rating agencies' accountability, advancing on the enforcement of such liability as well. Given the fact that ratings are sheer opinions –complex as they may be- the degree of legal protection they enjoyed as such could be considered equal to a de facto immunity, stemming from the historical entity of the protection of freedom of speech: both in Europe as in the US, sieges of the three great rating agencies: Moody's, Standard & Poor's and Fitch Ratings.

But as the great financial crashes of the XXth century took place one after the other, this immunity awoke in the mind of the legislator (the *mens legislatoris*) the conscience of a growing need to subject these giants to mechanisms of control. Otherwise, they would become the main characters (not just actors) in a special kind of markets in which investment decisions depend to a great extent of both mass inertias and the opinions of those actors invested of most *auctoritas*. Thus were introduced civil liability-based tools, based on the classic private law duet damage/inflicted action, adding as well correcting mechanisms, third parties alien to the contractual relation (such as small investors) and, little by little, institutions of public supervision, surveillance and intervention.

The increasing growth in importance and potential of these agencies, joined to their ability and capacities to preordain the destiny of both private and sovereign debt, led legislators to ascertain that private liability (in both contractual and non-contractual forms) and soft public supervisory policies didn't satisfy the special need for control and accountability that such powerful entities required. Hence, the necessity to

empower, specialize and grant special powers to public financial supervisors became essential, namely by means of creating or adapting the functions of the already existing public supervisory bodies: both at national (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*), US (*Securities and Exchange Commission*) and European Union (*European Securities and Markets Authority*) levels.

The aforementioned adaptation of both domestic and European supervisors needed to be accomplished by two means: a) by increasing the number of powers granted to these public bodies- need of authorization and register to start operating, sanctioning, supervisory, audit and controlling powers...-, and b) by submitting both legislators / regulators and supervisors to public accountability, stemming from the fact that the operational complexity of rating agencies can only be efficiently controlled and audited through public bodies as specialized and complex as the corporations to be controlled.. Such efficiency obviously requires the most due of diligences to be observed by supervisors, far more skilled and specialized than the normal diligence expected from public bodies, to be backed and enforced by a similar degree of liability in case of mistakes, errors or torts.

Hence, the traditional private accountability of rating agencies is joined by an eventual public liability of legislators, institutions, entities, public servants and other agents at both national, European and international levels. This public accountability of all administrations taking part in the scope of the rating processes is the most important goal of this thesis; namely, the expansion, migration and evolution from private to

public liability tools arising from the actions of Rating Agencies, when public failures to comply, detect or correct defects or torts sum up, either intentionally or by means of negligence. We could talk of a “comeback to public administrative law”, counter to the classic flight (*fuite du droit administrative*), through the exaction of public officials’ liability throughout the whole rating processes, which would thus include the participation of supervisors.

The present thesis follows a chronological sequence which starts examining the initial quasi-impunity of rating agencies, and ends affirming the existence of liability enforceable versus malicious and negligent public agents: even regulators and legislators, in a crescendo of sorts match to both private and public issuers’ growing concerns about rating agencies role and legitimacy. In order to achieve this sequence, the thesis starts by analyzing the genesis of Rating Agencies, since their beginnings through XIXth century subscription bulletins till the globalized access to all info concocted by their analysts. Subsequently, this study reflects on the possibility of treating Credit Agencies as regulated self-regulators parallel to the “flight from public law” phenomenon and how different regulations and public interventions coincide in these entities.

Once interactions between regulation and Rating Agencies have been treated, this work examines applicable law (national and international), as well as inner structures, functioning and the rating process as a whole: from the initial request for a rating (except non solicited ratings, which are produced *motu proprio* by the agencies) till the rating’s publication, paying special attention to both mechanisms and methodologies applied, as they are the main sources of liability, due either to the analysts’ negligence or to a defective control and audit by public supervisors.

The thesis proceeds further by delving into the management of conflicts of interests in its two dimensions: that of ratings solicited by private issuers, which pay for the ratings and intend to keep an ongoing contractual relation whose length in time usually depend on the goodness of the ratings, and the dimension of sovereign debt ratings, freely provided by Agencies to the nations which issue them: precisely the same nations which provide both legal and administrative frames for the Agencies' work, to the point that a given state can introduce by means of an act the obligation for an issuer of having a given rating to be access both financial markets and public contracts. Which implies that interactions between issuers, territory-based public entities, ratings' impartiality and an honest public audit of the rating Agencies' activity is a necessary source of liability.

The second part of the thesis deals with the different ways to control the rating agencies' activity, both jurisdictional and non-jurisdictional, from the perspective of the double liability which may arise: a private liability based in the causation of damages (contractual and non-contractual) due to either negligence or malice, and a public accountability of public bodies, based on faulty auditing, law or policy-making. Hence, the text examines both the US Constitution's First Amendment, as well as the codes of conduct, the rating contract *estricto senso*, the stoppel theories and the new article 35 of the EU Council's 1060/1090 ruling as sources of accountability, both public and/or private.

After examining all possible private sources of liability, the third part of the thesis addresses the issue of the search, identification, boundaries and limits of the accountability in which public powers and officials can incur due to failure to comply with the due diligence duty in relation with these financial agents: the most influent in

the last two centuries. The power of Rating Agencies is seen through their role in the different financial crisis, as well as through their ability to undermine and subvert investor's trust in sovereign debt to the point of either sink or save national economies. Thus, both legislators (national and European) and public bodies -mainly through their supervisory agents- are expected to a) disengage themselves from any legally imposed commitment leading to a dependence on ratings, and b) create, endow and enforce auditing and supervisory public bodies based on both specialization and continuous audit, with powers to intervene and, given the case, sanction.

As public supervisory bodies aptly perform their auditing duties, only private accountability may raise. But when they fail to comply with their special diligence and good faith duties, public accountability will clearly rise: either from legislators or from public officials, both national (article 139 Spanish act 30/1992) and European (article 340 TFUE). Even judiciary accountability may rise when malicious, negligent, arbitrary, irrational or evidently erroneous sentences are dictated concerning ratings, opening the door to the constitutional protection of the individual action for the protection of constitutional rights (amparo). It is this line of investigation which holds the most interest of the thesis, with the intent of achieving an overall protection of any person or body affected by these giants' acts: thus, if Rating Agencies are not held accountable, public administrations will, with the goal of protecting the weakest link of the financial chain: the small investor.

RESUMEN

La presente tesis intenta avanzar un paso más en la esencial cuestión de la responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia, así como en los modos de exacción de la misma. Partiendo de la naturaleza de las calificaciones crediticias o ratings como meras opiniones –por complejas que puedan ser-, la protección de que habían venido gozando se asimilaba de facto a la práctica inmunidad, dada la histórica entidad constitucional de la protección de la libertad de expresión: tanto en Europa como en los Estados Unidos, sedes de las “tres grandes”: Moody’s, Standard & Poor’s y Fitch.

Mas esta cuasi-inmunidad amparada en la libertad de expresión, a medida que se iban sucediendo las grandes crisis financieras de los siglos XX y XXI, fue despertando en el legislador la conciencia de que existía una creciente necesidad de someter a estas macro entidades a mecanismos de control, so pena de permitir que se erigieran en los actores principales de unos mercados en que las decisiones de inversión dependen en gran medida de las inercias de y las opiniones de los actores más revestidos de auctoritas. Así se fueron paulatinamente introduciendo mecanismos de responsabilidad civil sustentados en el binomio privado clásico lesión/daño imputable, añadiéndose mecanismos correctores, así como terceros ajenos a la relación contractual (como los pequeños inversores) y, muy poco a poco, figuras de supervisión pública.

El crecimiento exponencial de la importancia y potencial de estas Agencias para predeterminar el destino de sendas deudas privada y soberana llevó a ambos

legisladores, nacional y comunitario, a constatar que la mera responsabilidad civil (contractual y extracontractual) unida a actuaciones supervisoras de naturaleza poco invasiva no llegaban a satisfacer las necesidades de control y responsabilidad que exigía la capacidad de influencia y poder alcanzados por las ACC. De tal modo, se hizo necesario dotar, especializar y adaptar los supervisores públicos a las especiales características de estos actores en el mercado, creándose o, en su caso, adaptando y aumentando las funciones de los supervisores, tanto a nivel nacional (léase, en España, la CNMV) como norteamericano (la Securities Exchange Commission) o de la Unión Europea (la Agencia Europea de Valores y Mercados).

Dicha adaptación de los supervisores se llevaría a cabo de dos modos: a) aumentando el elenco de funciones, capacidades y competencias de los mismos –desde la autorización y el registro para operar, hasta la imposición de sanciones, pasando por mecanismos de control, supervisión e intervención-, y b) sometiendo tanto al legislador como a los supervisores a responsabilidad administrativa, pues la complejidad operativa de las Agencias de Calificación solo se podría regular y fiscalizar efectivamente con una especialización paralela de los supervisores, que exigiría la mayor de las diligencias que las Administraciones pueden prestar, más allá de la tradicional negligencia del buen paterfamilias. En este caso concreto, la diligencia a mostrar por –y exigir al- supervisor en el ejercicio de sus funciones debía tener por corolario un grado de responsabilidad pareja en intensidad.

Así, a la tradicional responsabilidad civil se une la sujeción, tanto del legislador especializado como de las instituciones, autoridades, funcionarios y agentes de supervisión, a una especial responsabilidad administrativa a ambos niveles, nacional y comunitario. Es esta última perspectiva la que constituye el objeto primordial de la presente tesis: la expansión de la responsabilidad derivada de calificaciones erróneas o torticeras, en una suerte de migración o permeabilización hacia el campo de la responsabilidad por funcionamiento anormal de la administración de supervisión, sustentada tanto en el dolo o intención como en la omisión de una concreta diligencia de los supervisores, derivada de su especialización. Una suerte de “regreso al derecho administrativo”, némesis de la huida clásica en lo atinente a la exacción de responsabilidades a lo largo de la totalidad de un proceso de calificación que abarcaría, así, la participación misma de los supervisores.

La presente tesis se articula cronológicamente siguiendo una secuencia que avanza progresivamente desde la inicial cuasi-impunidad de las Agencias hacia la responsabilidad de los supervisores mismos, en una suerte de crescendo paralelo a las inquietudes de sendos emisores privados y estados (ambos destinatarios de las calificaciones crediticias). Para ello, se comienza con la génesis histórica de las ACCs, desde sus inicios a través de los boletines por suscripción del siglo XIX hasta la globalización en el acceso a la información confeccionada por las mismas. Seguidamente, se examina si es posible tratar a estos actores, por su incidencia en los mercados, como un eventual modelo de autorregulación regulada, en paralelo al concepto de huida de la autorregulación y cómo, no obstante la admisión de una autorregulación, se solapan en las Agencias de Calificación varias regulaciones.

Una vez examinada la cuestión de la regulación en relación con las Agencias de rating, la tesis examina tanto la normativa aplicable (nacional e internacional) como la organización, funcionamiento interno y el proceso de producción de las calificaciones crediticias, desde la solicitud en su caso (excepción hecha de las calificaciones no solicitadas, emitidas motu proprio por las ACCs) hasta la publicación del rating concreto, con especial énfasis en los procesos y metodologías de calificación seguidos, habida cuenta que es en sede de dichos procesos donde se encuentran las fuentes principales de responsabilidad: tanto por la negligencia de los analistas de las ACCs, como por los defectos en el control llevado a cabo por los supervisores públicos.

Examinadas la naturaleza, organización, funcionamiento y procesos de las ACCs, se prosigue con la esencial cuestión de los conflictos de interés desde sendos puntos de vista: el de las calificaciones solicitadas por emisores privados, que pagan por la calificación y suelen entablar una relación contractual continuada, cuya prolongación en el tiempo depende en gran medida de la bondad de las calificaciones emitidas; y desde el punto de vista de los emisores públicos, cuyos representantes más importantes, los estados emisores de deuda soberana, no retribuyen las calificaciones, pero como depositarios de sendos poderes ejecutivo y legislativo, predeterminan las condiciones para la actuación y funcionamiento de las ACCs dentro de los respectivos territorios nacionales: hasta el punto de que el legislador puede llegar a imponer ex lege la obligación de acudir a la calificación crediticia para el acceso de los actores a determinados mercados e incluso relaciones contractuales de derecho público. Lo cual determina que las interrelaciones entre emisores, entidades públicas territoriales, imparcialidad de los ratings y objetividad en el control público del funcionamiento de

las Agencias es fuente necesaria de responsabilidades hacia los inversores: públicas y privadas.

La segunda parte de la tesis se centra en examinar los diversos controles efectivos de la actuación de las Agencias de Calificación, extrajudiciales y judiciales, desde un punto de vista de la doble responsabilidad que puede surgir: en primer lugar de derecho privado estrictamente relacionada con la acusación de daños -contractuales y extracontractuales-, imputables a dolo y/o negligencia de las Agencias en su función calificadora, y en segundo lugar de derecho público, nacida de defectos en las funciones de legisladores y supervisores públicos. Así, tras examinar la experiencia americana en relación con la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos, se tratan los códigos de conducta como fuente de responsabilidad de las ACCs desde las perspectivas de su carácter vinculante. Se prosigue analizando el contrato de rating como fuente de responsabilidad, tanto inter partes como frente a terceros, y se abunda en la responsabilidad privada por actos propios (stoppel) con especial énfasis en el nuevo artículo 35 bis del reglamento 1060/2009 tras la modificación operada por el Reglamento 462/2013.

Una vez tratadas y asentadas las conclusiones sobre la responsabilidad de derecho privado, la tercera parte de la tesis se centra en la búsqueda, identificación, delimitación y limitaciones de las eventuales responsabilidades a exigir a los poderes del estado por desatender un especial deber de diligencia y cuidado en relación con los actores financieros más influyentes de los últimos dos siglos. El poder acumulado por las ACCs

se plasma, inter alia, en su rol en las diversas crisis financieras y su capacidad de invertir la confianza en la deuda soberana de los países hasta el punto de hundir o hacer prosperar economías nacionales. Es por ello que tanto los legisladores (nacionales y comunitarios) como las administraciones públicas (a través de los organismos de supervisión) deben a) desligarse de cualquier obligación impuesta legislativamente que pueda llevar a la dependencia de los ratings, y b) crear, dotar y reforzar instituciones supervisoras basadas en la especialización y la continuidad en la supervisión, con facultades de intervención y, en su caso, sancionadoras. Y en la medida en que estos supervisores desempeñen sus funciones con mayor o menor diligencia, los eventuales defectos debidos a dolo o negligencia supervisora son claros títulos de imputación de responsabilidad pública: bien del estado legislador, bien de las administraciones públicas, tanto nacionales (art. 139 LRJyPac) como comunitaria (art. 340 TFUE). Incluso de los jueces y Tribunales por sus resoluciones dictadas en la materia obrando dolo, negligencia (no sólo inexcusable), arbitrariedad, irracionalidad o error que abrirían incluso las puertas al amparo constitucional . Es la investigación en esta línea la que constituye la innovación presentada por esta tesis, en aras a lograr la protección integral de todo afectado por la actuación de estos gigantes financieros, de modo que si no responden las agencias, responda la administración, ante todo, ante el más débil de los eslabones de esta gran cadena: el pequeño inversor.

GLOSARIO DE TERMINOS FINANCIEROS

Apalancamiento: También denominado efecto palanca, es una técnica financiera que mide las consecuencias que las variaciones de ciertos costes fijos provocan sobre las variaciones en el resultado empresarial. En función del tipo de coste cuyo efecto se quiere medir se diferencia entre dos tipos de apalancamiento: el operativo y el financiero, según se analice el efecto de los costes fijos operativos, en el primer caso, o el de los costes fijos financieros, en el segundo, sobre el resultado empresarial

Autocartera: Cartera de una sociedad formada por sus mismas acciones, a recomprar en el mercado en las condiciones autorizadas por la Junta General de Accionistas. En España, el valor nominal de la autocartera de las sociedades cotizadas dha de ser inferior al 10% del capital social. Las acciones en autocartera no incorporan derechos políticos, conservan únicamente el derecho económico de asignación gratuita de acciones -en ampliaciones de capital liberadas-.

Bajista: expectativas de caída en precios o cotizaciones.

Bajo par: Se dice de aquellos títulos negociados con precio efectivo inferior a su valor nominal.

Base de un bono: Periodos de referencia para el cálculo de los intereses devengados de un valor de renta fija. La base de cálculo consiste en un cociente cuyo numerador es el número de días que hay entre dos fechas, y el denominador, el año financiero. Puesto que los periodos naturales no tienen por qué coincidir con los financieros (hay años de 366 días y meses de 28, 30 o 31 días), los mercados han establecido una serie de convenciones; el efecto económico de elegir una u otra es bastante relevante. Es especificar la convención al respecto cuando se comparan productos de renta fija.

Bono: Valor mobiliario que representa una parte proporcional de un préstamo. La sociedad emisora se compromete a retribuir a los tenedores de los valores con un interés fijo o variable, y a devolver el capital aportado, en la fecha establecida para el vencimiento de los títulos. Los bonos los pueden emitir entidades públicas y privadas.

Bonos soberanos (o públicos): bonos que emite el gobierno de un país con el fin de obtener liquidez para financiar servicios gubernamentales y déficits presupuestarios. Estos bonos se pueden emitir con diferentes intereses nominales y con plazos de vencimiento distintos.

Bonos del Tesoro: bonos soberanos que fija el plazo de la deuda en un período superior a diez años. En Estados Unidos, los bonos soberanos también son conocidos como “**Treasury Bills**”. La inversión en bonos del tesoro de Estados Unidos se considera la más segura, lo que determina que los tipos de interés siempre serán más bajos que en cualquier otra deuda negociada.

Calificaciones Crediticias *point in time*: ratings vigentes sólo el día de su asignación-

CDO's (Obligaciones de Deuda Garantizada): Una obligación de deuda garantizada (CDO) es un tipo de titularización en la que un fondo común de préstamos o valores se diversifica en secciones respaldadas por los flujos de efectivo del fondo común de activos. Las obligaciones de deuda garantizada pueden pagar, dos veces por año, en forma trimestral o mensual un cupón fijo o variable, con la mayor parte de la deuda preferencial calificada desde AAA a A y la subordinada desde BBB a B o una "sección de primera pérdida" sin calificar. Hay muchas clases de obligaciones de deuda garantizada. Algunas están respaldadas por un fondo común de clases sencillas de activos (diversificados en hipotecas, en préstamos a la pequeña y la mediana empresa, a las grandes empresas) o de una mezcla de clases de activos.

Debido a su complejidad, algunas CDO pueden ser relativamente volátiles en lo que se refiere a las calificaciones y a su valor de mercado. Por ejemplo, las CDO que hallan respaldo en las secciones de otras titularizaciones, en especial los préstamos subprime, han resultado ser muy volátiles y muchas de ellas han sido degradadas. Otras CDO, tales como las respaldadas por préstamos corporativos, han resultado ser relativamente estables y continúan ofreciendo rendimientos altos con una estabilidad razonable

Cesta de fondos: Conjunto de fondos de inversión adquiridos por el mismo partícipe. Su composición depende del perfil de riesgo del inversor, y suelen tender a la diversificación, con el fin de gestionar los riesgos de modo que no se dependa de la evolución de un solo fondo. Suelen utilizarse como subyacente o referencia, asociadas a otras inversiones.

Coste de oportunidad: La rentabilidad que se habría obtenido de haber elegido la alternativa con menos riesgo posible. Podría decirse que el coste de oportunidad está vinculado a aquello a lo que un agente económico renuncia al elegir algo. El coste de oportunidad también es el coste de aquella inversión que no se realiza (calculado, por ejemplo, a partir de la utilidad que se espera según los recursos invertidos). También conocido como valor de la mejor opción no realizada.

Deuda Pública o soberana: La deuda soberana o deuda pública de un país es el conjunto de deudas que mantiene un estado frente a sus acreedores. Estos acreedores pueden ser particulares (empresas, bancos, personas físicas...), otros países o bien instituciones y organismos internacionales, como el BCE, la Reserva Federal norteamericana... Son esencialmente uno de los modos a disposición de los países para financiar las inversiones públicas (o refinanciar la deuda pública ya existente).

La cuestión esencial de la deuda pública reside en determinar el nivel máximo de endeudamiento que un país puede soportar en relación con el uso que el país hace de los fondos obtenidos de sus acreedores. Al igual que ocurre cuando una persona solicita un préstamo, no tiene el mismo riesgo pedirlo para poner en marcha un negocio que para gastos innecesarios, no rentables o incluso para pagar deudas contraídas con acreedores previos, del mismo modo que no ostenta la misma credibilidad un país que siempre ha satisfecho la deuda soberana emitida que países emergentes que emiten este tipo de deuda por vez primera¹

¹ Ratha, D., De, P., Mohapatra, S., 2007. Shadow sovereign ratings for unrated developing countries, development prospects group, World Bank, Policy Research Working Paper No. 4269, Washington, DC

Emisión: A efectos de lo previsto en la normativa española, se entiende por emisión cada conjunto de valores negociables que proceden de un mismo emisor y que se pueden considerar homogéneos entre sí (atribuyen a sus titulares un contenido similar de derechos y obligaciones, tienen la misma naturaleza y régimen de transmisión, y responden a una unidad de propósito, como por ejemplo la obtención sistemática de financiación). Existen emisiones de acciones, de obligaciones, de obligaciones convertibles, de acciones preferentes, de obligaciones perpetuas, etc.

Fondo de inversión libre (Hedge fund): cartera de inversiones gestionada dinámicamente que utiliza estrategias avanzadas y no convencionales como el apalancamiento y las ventas al descubierto, tanto en mercados nacionales como internacionales, con el objetivo de generar alta rentabilidad en cualquier condición de mercado, alzista o bajista. Debido al riesgo elevado y la relativa falta de supervisión, los partícipes de los fondos de inversión libre son tradicionalmente grandes patrimonios o instituciones que cuentan con carteras altamente diversificadas y pueden permitirse asumir el riesgo adicional. En España la inversión directa en estos fondos sólo pueden realizarla inversores cualificados y el importe mínimo son 50.000 euros. El resto de inversores pueden acceder a estos productos mediante importes menores a través de los fondos de fondos de inversión libre.

Fondo de renta fija (fondo de bonos): Fondo que invierte fundamentalmente en bonos. Sus activos pueden englobar deuda corporativa, deuda pública o una combinación de los dos.

Fondo de renta variable: Fondo que invierte fundamentalmente en acciones. Puede utilizar diferentes estrategias de inversión.

MiFID: Directiva de la Unión Europea en materia de Mercados de instrumentos financieros, que obliga a que la prestación de servicios de inversión se realice siempre en un marco de elevada protección al inversor, lo que implica la adopción una serie de medidas dirigidas a fortalecer dicha protección: En cuanto a la clasificación de clientes, en función de sus conocimientos, cualificación y experiencia como inversores; en lo relativo a la clasificación de productos, los cuales según su grado de complejidad y riesgos asociados, se clasifican como complejos y no complejos; asimismo, se regula la evaluación de la idoneidad y conveniencia, lo que significa que las entidades financieras deberán conocer las expectativas y preferencias de sus clientes a la hora de realizar sus inversiones; por último, en lo tocante a la información a clientes, ésta deberá ser imparcial, clara y no engañosa, para que el cliente comprenda la naturaleza y riesgos del servicio o producto, así como los gastos que conlleva.

Outlook (rating outlook): Se refiere a la perspectiva de modificación de un determinado rating, la dirección que puede tomar en un periodo que va de uno a dos años. Refleja comportamientos financieros o de otra naturaleza que si bien todavía no han alcanzado la entidad necesaria para detonar una modificación del rating, pueden llevar a ello si la conducta prosigue. Los outlooks pueden ser estables, positivos o negativos.

Productos financieros estructurados: Productos cuya característica principal es la de ofrecer al inversor la posibilidad de beneficiarse del recorrido alcista (o bajista según la

estructura elegida) de los mercados bursátiles, pero con la garantía de recuperar el 100% (o una parte muy significativa) de la inversión realizada. El cliente contrata un producto en el que el emisor le garantiza el valor a vencimiento de los títulos, y una rentabilidad, que en lugar de estar en función de los tipos de interés, va ligada a otra variable - normalmente algunas acciones, inflación o Índice Bursátil-.

Ratio de Sharpe: Unidad de medida ajustada al riesgo desarrollada por el premio Nóbel William Sharpe. Se calcula usando la desviación típica y la rentabilidad en exceso para determinar la recompensa por unidad de riesgo. Cuanto mayor sea el índice de Sharpe de un fondo, mejor es su comportamiento histórico ajustado al riesgo. El índice de Sharpe se calcula para el periodo anterior de 36 meses dividiendo las rentabilidades en exceso de un fondo por la desviación típica de las rentabilidades en exceso de un fondo. Al utilizar este índice la desviación típica como medida de riesgo, ofrece los mejores resultados cuando se aplica para analizar un fondo que es la única posición de un inversor. El índice de Sharpe puede utilizarse para comparar dos fondos directamente y determinar cuánto riesgo tuvo que asumir un fondo para conseguir rentabilidades por encima de la tasa libre de riesgo.

Split de acciones; Un split se produce cuando una empresa incrementa el número de acciones en circulación sin alterar el porcentaje de acciones de la sociedad que posee cada accionista. El desdoblamiento de acciones permite a los pequeños inversores acceder a acciones con precios muy elevados. Por ejemplo, una empresa que cotiza actualmente a 900 euros por acción podría desdoblarse y ser sustituida por tres acciones de 300 euros. Las participaciones de los fondos también pueden alterarse de la misma

manera, dejando a los inversores más participaciones en representación de la misma aportación dineraria.

Tracking error: ilustra en qué medida la rentabilidad de una inversión ha replicado la rentabilidad del índice de referencia. También se conoce como "riesgo activo". En el contexto de la gestión pasiva (fondos indexados), el tracking error describe más concretamente en qué grado un fondo ha replicado a su índice de referencia. Pero en el ámbito de la gestión activa, puede inducir a equívoco, ya que describe cuánto se ha desviado un gestor de fondos de su índice de referencia, no un "error". En cualquier caso, este indicador es útil para evaluar el comportamiento de fondos: cuando más alta sea la rentabilidad activa (batir al índice) en relación con el riesgo activo (tracking error), mejor

Watch (Rating Watch) o seguimiento: hace alusión a una probabilidad elevada de que se produzca una modificación de la calificación, así como al sentido de la misma. Pueden ser positivos, negativos o en evolución (evolving). Suelen ser consecuencia de eventos concretos.

ABREVIATURAS

ACCs: Agencias de Calificación Crediticia

BCBS: Basel Committee on Banking Supervision

CPDO: Constant Proportion Debt Obligations /Obligaciones de deuda de Proporción Constante

CERV: Comité Europeo de reguladores de valores

C&G: Calificaciones Crediticias de Corporaciones y Gobiernos

EFTA: European Free Trade Association

ESMA: Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority (también denominada genéricamente como “Supervisor Europeo”)

FAISM.: Fondo de Aportaciones para la Infraestructura Social Municipal

JERS-ESRB: Junta Europea de Riesgo Sistémico-European Systemic Risk Board

MiFID: Directiva de la Unión Europea en materia de Mercados de instrumentos financieros

OAs-SROs: Organizaciones Autorreguladas / Self-regulatory Organization

OICV-IOSCO: Organización Internacional de Comisiones (Nacionales) de Valores-
International Organization of Securities Commissions

Sistema Europeo de Supervisión Financiera o European System of Financial
Supervision (ESFS),

Junta Europea de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board –ESRB-);

Autoridad Bancaria Europea (European Banking Authority –EBA-),

Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (European Insurance and Occupational
Pensions Authority –EIOPA-)

Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión (AES);

S&P: Standard & Poor's Ratings Services

TJUE: Tribunal de Justicia de la Union Europea

VAR (Value At Risk o modelo de cálculo previo de pérdidas máximas esperadas

YTD: Abreviación de la expresión inglesa "Year to date" (año en curso)

I. INTRODUCCION

Escenario, agentes, interacciones, resultados y repercusiones. Percepción, por los diversos poderes públicos, de la necesidad de control, supervisión y facultades de intervención, sanción y retorsión sobre las agencias de calificación crediticia. Punto de partida, ámbitos de estudio y objetivos de la actividad investigadora

Esta tesis tiene tanto de Filosofía del Derecho como de Derecho Administrativo.

No puede ser de otro modo, habida cuenta que hablar de la responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia es intentar, en esencia, coaligar la vital protección de toda libertad de expresión con la necesidad material de poner coto a las consecuencias que, para los más diversos operadores, han surgido, surgen y surgirán de las opiniones de estos gigantes: unos gigantes que, por mor de su *auctoritas*, han puesto de rodillas a economías enteras y sobre los que desconocemos si se trata de bondadosos titanes o, por el contrario, del Nemrod de innoble lengua, el Efiates de mudos brazos o el Briareo atado: todos ellos guardianes del Círculo dantesco de los Traidores. De tal modo, la realidad de una estructura económica de medio siglo, que hace mucho dejó de ser coyuntural para estructuralizarse -permaneciendo agazapada entre el polvo de las décadas y el frenetismo de la historia- ha venido clamando desde décadas por la necesidad de llegar a un equilibrio entre la más importante de las libertades y la

adopción de mecanismos de contención y eventual responsabilidad derivada de las consecuencias de los excesos de la misma.

La cambiante realidad económica global actual, en que los fenómenos económicos y sus consecuencias se suceden y fructifican en cuestión de meses -frente a los antiguos ciclos económicos, que precisaban de décadas para eclosionar y permitir extraer conclusiones y remedios-, ha puesto patentemente de manifiesto la necesidad de delimitar jurídicamente cuando menos la actividad de unos especiales agentes que, al amparo de la liberalización de sendos mercados financieros y derechos de opinión, expresión y prensa, encontraron, desde hace relativamente poco tiempo, un nicho socioeconómico donde ejercitar y desarrollar lo que a fecha de hoy no puede calificarse sino de ejercicio de poder de facto. A la vista de los actuales escenarios socioeconómicos, estrechamente interrelacionados al margen de las antiguas diferencias de divisas, mercados o regímenes políticos, la presente tesis intentara poner de manifiesto, articular y, en último extremo, apereibir, de la necesidad de delimitar tanto un marco normativo exhaustivo como la actividad en sí y la propia seguridad jurídica -entendida como conciencia de la existencia y efectividad de consecuencias para el supuesto de actuaciones contrarias al equilibrio y buenas prácticas financieras- de las agencias de calificación crediticia.

De este modo, y a partir de la descripción de la situación existente (marcos normativo, económico y sociológico) se intentarán identificar y adaptar mecanismos de control, contención y respuesta a aquellas conductas desarrolladas por las agencias de calificación crediticia que, por exceder de los diversos parámetros expresos, exhaustivos o consuetudinarios, precisan de una respuesta del poder público, en su función

primordial de fomentar, mantener y, en su caso, restablecer, las situaciones de equilibrio económico que los intereses generales a que sirven las Administraciones públicas requieren.

Uno de los fines de la presente tesis es reivindicar lo que ya se viene haciendo en otras materias Derecho administrativo, cual es la necesidad de impedir que la huida del derecho administrativo se torne en huida de todo ordenamiento regulador: la mayor parte de los estudios sobre las agencias de calificación crediticia se rechaza la perspectiva del derecho privado mercantil, en el bien entendido subconsciente de que sólo desde la perspectiva de la libertad del mercado en su sentido más liberal se puede entender la actividad de estos agentes “de confianza”. Mas lo cierto es que tal asunción, por interesada, ha de ser combatida desde la perspectiva del derecho público, Derecho público que ha de encontrar, en el campo del derecho financiero un término medio de participación como límite a los desajustes de un mercado que, por global, se objetivado de los controles privados nacionales, huyendo a fecha de hoy no ya sólo Derecho administrativo sino de todo intento de ordenación y control.

Y como los contratos privados, salvo excepciones, sólo resulta eficientes en el ámbito de la intraterritorialidad, existe una creciente percepción, expresa o tácita, de que sólo los actores públicos depositarios de la *potestas* pública pueden regular, controlar y en su caso imponer los correctivos necesarios para el mantenimiento de unas reglas de funcionamiento en un mercado global: sólo así se puede encontrar la esencia del derecho, que es la regulación normativa de la convivencia social y económica, a fecha de en un mundo globalizado que requiere, si no fronteras físicas y económicas, sí la necesidad de ordenación pública.

Crisis cíclicas y efecto detonador.- No se puede entender la preocupación por las ACC's y su control sin un escenario de crisis. De hecho, han sido las sucesivas crisis económicas las que han ido detonando el progresivo aumento de las voces clamando por un mayor control, y la consecuente plasmación normativa y jurisprudencial del incremento regulador que no es sino el objeto de la presente tesis. White² realiza un eficaz trabajo de concisión a la hora de sintetizar el funcionamiento de las ACC y su rol en la crisis. Pero no es solo en la actual, sino que la interacción entre convulsiones económicas y grandes actores financieros con los sujetos a estudio se adivinan, sin mayor esfuerzo, en la evolución que seguirá.

A fecha de hoy, solo existen dos tratados en España dedicados esencialmente al fenómeno de las ACC. El primero (Alberto J. Tapia Hermida), genérico, examina principalmente su naturaleza y actividad mientras que el segundo, de la doctora Rojo Álvarez-Manzaneda, de fecha posterior al registro del tema de esta tesis, su responsabilidad desde el punto de vista eminentemente privado. Pero existe un tema no tratado, al menos con el debido rigor, que es el de las consecuencias de una excesiva confianza de las administraciones en el rigor de estos actores.

Hasta el punto de haber cuasi-delegado competencias y haberles erigido en cuasi-reguladores. Hasta el punto de erigir en ocasiones la necesidad de obtener su placet –en forma de ratings determinados- en exigencia normativa. Y tal actuación, tal exceso en la delegación, en coyunturas económicas como la que se ha vivido a nivel internacional,

² White, L. (2010). Markets: The credit rating agencies. *Journal of Economic Perspectives* 24, 211-226.

debe ser constitutiva de título suficiente de exigencia de responsabilidad administrativa: bien al estado legislador, bien a la administración de funcionamiento anormal. Este es quizás el punto clave de la presente tesis. Desarrollar una teoría uniforme de responsabilidad administrativa que no solo permita su exigencia, sino servir de acicate para ir formando un corpus que, al igual que en materia penal, pueda desplegar efectos de prevención en la administración antes irresponsable, ahora destinataria de reproche administrativo cuando menos a título de negligencia.

Por todo lo expuesto, a partir del escenario actual de crisis económica con falta de respuesta armónica de estados, operadores y Administraciones al movimiento especulativo, el objeto de la presente tesis será identificar los retos y las eventuales respuestas de los actores públicos, en paralelo a la actual situación de producción de normas, internas e internacionales, con este mismo objetivo, de modo que a la finalización de la investigación se haya creado un texto no solo actual, sino actualizado y armonizado que aglutine propuestas, reflexiones jurídicas, trasposiciones de regímenes administrativos de control y la regulación positiva que está dándose, que se está presenciando y viviendo en el momento actual de crisis económica global y simultánea ausencia de mecanismos jurídicos de protección, control y reparación de los errores de las ACC.

II. Concepto, evolución y naturaleza jurídica de las Agencias de Calificación Crediticia

A. Los distintos conceptos de Agencia de Calificación Crediticia y sus elementos comunes

Para definir lo que es una ACC se puede partir del concepto sencillo –que no simple- de Pattberg (2005): Una ACC es una entidad privada surgida para suprimir las asimetrías de información de los distintos actores de los mercados financieros. Dicho concepto incluye dos elementos esenciales, a los que a lo largo de este estudio iremos yuxtaponiendo otros igualmente distintivos (como el ánimo de lucro, el objeto y metodología de trabajo o la “responsabilidad materialmente relativa”), hasta la acuñación de un concepto amplio, más complejo que otros que se puedan haber conformado en trabajos previos, pero preciso para el desarrollo de la presente tesis. De tal modo, se ha de partir de una primera concepción básica, delimitada por sendas naturaleza y utilidad (que no función), respectivamente, de las Agencias de Calificación crediticia, al que se superpondrán otras características que darán la caracterización final de las ACC que regirá esta tesis.

1. Las ACC son entidades privadas, movidas por ánimo de lucro

Por inoportuno, condenable o poco adecuado que pueda sonar en determinados círculos o sectores, cumple afirmar que el ánimo de lucro no es *per se* un concepto negativo, al ser

el motor de toda vida económica, ni está reñido con el cumplimiento de fines de interés general o una autorregulación eficiente. Las ACCs, como veremos al tratar su historia, nacieron como empresas con el único fin de lucrarse con la sistematización y comunicación de publicación. La progresiva atribución de facultades y fines distintos ha venido como consecuencia de la creciente importancia de las mismas en la vida económica de las naciones.

El hecho de que se traten de entidades privadas con ánimo de lucro no es, empero incompatible con la participación en fines de interés general, la colaboración con las administraciones en funciones de información y supervisión e, incluso, con el hecho de la autorregulación, como se verá en los capítulos que siguen

2. La utilidad esencial de las ACC es la supresión de las asimetrías de información

Se entiende por asimetría de información aquella situación que concurre cuando una de las partes involucradas en una operación tiene más información acerca de la concreta transacción que la otra. Dicho desequilibrio en la información con que se cuenta en el momento de abordar la transacción puede llevar a una selección adversa, situación ésta que se recrudece en un mundo de mercados globales, con una economía dependiente de sendos conocimientos, coyuntural y estratégico. El problema del reparto, obtención y gestión de la información sobre productos financieros cada vez más complejos y de rápido –a veces inmediato- mercadeo es, desde hace décadas, uno de los pilares del

éxito en los diversos mercados financieros mundiales, máxime cuando se da la selección adversa. Dichas situaciones explican la necesidad y existencia de los diversos agentes e instituciones especializados en los mercados.

Explicados estos conceptos básicos, hay que constatar que las asimetrías de información existen en todos los campos, pero en materia de mercados financieros, pueden llegar a provocar tales consecuencias en las economías de sendos colectivos y naciones que el tráfico de información privilegiada (*insider trading*) pasó de ser el arquetipo de mal praxis financiera a ser objeto de sanciones administrativas por los diversos reguladores y hoy es delito penal en la práctica totalidad de países. Y si bien es imposible de facto suprimirlas si ha ido conformándose históricamente, como se verá, un operador financiero peculiar cuya función es colaborar no tanto en su eliminación, cuanto en la compensación de los desequilibrios provocados por las mismas. De ahí que el campo de actuación propio de las ACC sea la evaluación –retribuida o no, como se verá– de los activos, la emisión de conclusiones al respecto en forma de calificaciones y puesta a disposición de las mismas para que sus destinatarios puedan concurrir en el mayor de los equilibrios posibles.

3. Las ACC tienen una metodología de obtención, análisis y publicitación (no siempre publicación) propio y distintivo

Cada ACC tiene sus propias metodologías, procesos de calificación, publicitación de los resultados, seguimiento de las calificaciones otorgadas y, en su caso, revisión de las mismas. Cada una de estas fases se irá examinando según la evolución natural de la

tesis, intentando al menos plasmar las distinciones entre las tres grandes: Standard& Poor's, Moody's y Fitch.

4. La responsabilidad de las ACC es “materialmente relativa”.

El objeto de la presente tesis es tan sencillo de resumir como complejo de desarrollar: la localización, descripción y sistematización de los distintos mecanismos de exacción de responsabilidad de las ACC por los daños y perjuicios sufridos por sendos inversores, sujetos de (y “a”) la calificación y terceros, como consecuencia de calificaciones erróneas, temerarias, negligentes, incompletas o simplemente, diversas. Mas dicha exacción no es fácil teniendo en cuenta que, como se ha desarrollado ut supra, las ACC son entidades privadas que se limitan a confeccionar “opiniones” que los distintos actores financieros no deberían estar obligados a seguir. Digo “no deberían” porque en algunos supuestos, actores públicos han impuesto a determinadas entidades la obtención de un rating determinado para obtener el acceso a determinados mercados financieros o a licitación pública. En estos supuestos de imposición pública de obtención o consulta de rating es posible la construcción de títulos de exacción de responsabilidad frente a la administración (o legislador) autor de la imposición. Mas el fundamento de dicha responsabilidad es, como se verá, distinto. Como punto de partida en este estadio inicial, baste establecer que no es fácil exigir responsabilidad por unas opiniones emitidas con carácter no vinculante. Y sólo los diversos clamores populares surgidos tras crisis económicas en que el rol de las ACC ha sido determinante ha motivado que reguladores y Estado hayan tenido que crear títulos de responsabilidad, dándoles preponderancia sobre el derecho constitucional de la libertad de expresión, pilar de toda la argumentación inicial sobre la actividad –y libertad de la misma- de las ACC, y los

límites de la misma cuando unos actores financieros devienen creadores de opinión financiera capaces no de resolver las asimetrías de información, sino de sustituirlas.

Por lo expuesto, cuando en esta tesis se habla de responsabilidad “materialmente relativa” lo que se pretende es poner de relieve que si ya es difícil la exacción de facto y obtención de reparación efectiva de responsabilidad frente a actores complejos (sean colectivos, públicos simplemente depositarios de importantes cuotas de poder), obtener reparación de daños causados como consecuencia de calificaciones crediticias negligentes o torticeras es materialmente complicado.

B. Historia y evolución de las ACC: de los boletines por suscripción del siglo XIX a la globalización en el acceso a la información.

No sólo la evolución –y su probable metamorfosis-, sino el mismo nacimiento de las Agencias de Calificación Crediticia vino determinado por una gran crisis, en este caso la de la década de 1870, marcada por el tendido ferroviario americano. La época de la travesía de las colinas negras y sus peligros, de la necesidad de grandes inversiones para cubrir las salidas de liquidez en un periodo marcado por la política monetaria restrictiva del entonces presidente Grant, provocaron el escepticismo de prensa e inversores a la hora de depositar ciegamente sus ahorros en las grandes aventuras ferroviarias. Máxime tras la

debacle de Jay Cook & Company, que se vería abocada a adquirir el 75% de las participaciones de la suscripción de bonos que, por valor de 100 millones de dólares, había emitido de la Northern Pacific Railway, promotora de la segunda gran línea transcontinental norteamericana.

Existe más de un 11 de septiembre de triste memoria. Uno de ellos, el de 1931. En dicha fecha William Pole, director de moneda (comptroller of currency), a cargo de la supervisión bancaria, hizo público que había puesto su confianza en las calificaciones crediticias para autorizar a los bancos a partir del procedimiento contable llamado “market to market”. Según este procedimiento, los efectos de comercio se registraban y contabilizaban a precios de mercado. Pero en un mercado en caída libre como el de aquel verano de 1931, tal decisión corría el riesgo de comprometer seriamente la solvencia de los bancos, pues los condenaba a soportar pérdidas masivas. Técnicamente, lo que la norma Pole (the Pole ruling) posibilitó fue que desde su promulgación, los bancos podían contabilizar y registrar a precio nominal un número de activos hipotéticamente seguros: aun cuando en realidad estuvieran sufriendo caídas y descuentos severos en los parques.

Esta decisión incluía bonos del Gobierno, los estados y las municipalidades norteamericanas, así como todo bono al que las “corporaciones estadísticas” (como eran conocidas por aquel entonces las asimilables a Moody’s) hubieran atribuido “cualquiera de las primeras cuatro calificaciones. Lógicamente, y por contraposición, aquellos activos con grados/calificaciones inferiores terminaban condenados a ser marcados en el mercado. Registradas como “agencias de información”, estas agencias emitían boletines sólo accesibles a los inversores por suscripción.

Después de la Segunda Guerra Mundial, el crecimiento en número de las ACCs decayó a raíz de la estabilidad económica, creciendo de nuevo a partir de 1970 como consecuencia al aumento de la demanda de flujos de capital privado. Durante este periodo, el crecimiento de las CCA fue consecuencia de la inestabilidad del Mercado de bonos soberanos y el aumento de incumplimientos financieros, lo que aumentó el valor de los conocimientos de las ACCs a los efectos de calificar las distintas emisiones. Con el surgimiento del mercado de bonos en los años 90, la demanda de ACCs aumentó exponencialmente, debido a que los inversores estaban interesados en las perspectivas de beneficio de este mercado concreto, y las economías emergentes buscaban alternativas con mejores condiciones que los préstamos bancarios.

La evolución de las ACC hasta la actualidad responde, así, a la sucesiva –e histórica– necesidad de adaptación y reconfiguración de las mismas a las diversas crisis económicas que se han venido sucediendo en el presente siglo: la del ferrocarril; la de la electricidad; la de las tecnologías, y en un futuro no muy lejano, la de la gestión del conocimiento.

De lo expuesto, se deduce que la indiscutida –por controvertida que pueda estar resultando– relevancia de las calificaciones de las ACC en las finanzas globales de hoy no es ni baladí ni casual, sino que es la lógica consecuencia de la perpetuación y desarrollo, a lo largo de las décadas, de una inercia que ha derivado en una situación clamorosa de riesgo por dependencia: partiendo de la hipótesis de la adicción de Flandreau y Kinga³, podría afirmarse sin duda que nos encontramos ante las consecuencias del síndrome de adicción a

³ Marc Flandreau y Joanna Kinga Slawatyniec “Understanding Rating Addiction: US Courts and the Origins of Rating Agencies’ Regulatory License (1900-1940)”. Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper (document de trabajo), No: 11/2013.

las ACC; concretamente, en ese punto en que el adicto –en este caso, los operadores financieros y demás clientes de las Agencias- se da cuenta de la entidad del riesgo que para su salud reviste el seguir dependiendo de la concreta sustancia que, en la hipótesis presente, no es sino las citadas calificaciones.

C.Regulación y ACCs. Las ACCs como modelo de autorregulación regulada: la superación necesaria: la huida de la autorregulación.

Hablar de ACC's obliga a hablar de regulación, de autorregulación y de excesos de regulación. Quizás sea ésta en la actualidad la materia jurídico-económica que más pone de manifiesto la necesidad de una reconsideración concreta de la materia regulatoria. A los efectos de la presente tesis, no se puede comprender el binomio regulación-ACCs concibiendo la regulación como la mera actividad de aprobación de normas en determinados sectores que colaboran con el interés general. Tampoco basta entender la regulación como una pluralidad de actuaciones administrativas de control y supervisión que van desde la producción de normas hasta la imposición y ejecución de sanciones, pasando por la fiscalización o intervención. Hay que observar la actividad de las ACCs como a la vez materialmente reguladora y precisada de regulación: hasta el punto de que ni las ACCs ni los propios reguladores como la CNMV o la AEVM son inmunes, pudiendo

exigir responsabilidad: a unos de naturaleza esencialmente civil, a otros administrativa por defectos y funcionamiento anormal, ex arts. 136 y ss. LRJAPyPAC⁴

1. El solapamiento de regulaciones

Habiendo identificado las características de la regulación aplicable, con carácter general, y en este periodo inicial de la tesis, bastará con describir el solapamiento entre lo que la CNMV califica como “nueva arquitectura supervisora de la UE” tendente a la convergencia supervisora, envuelto a su vez en el manto de la Organización Internacional de Comisiones (Nacionales) de Valores (OICV/IOSCO) a través de sus principios de regulación de los Mercados de Valores, esenciales para comprender la concatenación, solapamiento y superposición de mecanismos de regulación a nivel internacional, europeo y nacional sucesivamente.

- *A nivel Internacional: principios y metodología de la Organización Internacional de Comisiones (Nacionales) de Valores (OICV/IOSCO)*

El apartado A de la lista de Objetivos y Principios de la Regulación de los Mercados de Valores de la Organización Internacional de Comisiones de Valores tal y como es recogido en su Metodología para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores el 20 de octubre de 2010 por el Consejo de

⁴ TISON, Michael, "Challenging the prudential supervisor -Liability versus (regulatory) immunity" en M. BALLING, F. LIERMAN AND A. MULLINEUX (eds.), *Financial Markets in Central and Eastern Europe. Stability and Efficiency Perspectives*, London, Routledge, 2004, pp. 140-146

Estabilidad Financiera (Financial Stability Board) de la OICV/IOSCO, establece hasta ocho principios a seguir por los propios reguladores, v.g.,

“1. Las responsabilidades del Regulador deben ser claras y deben ser establecidas de una manera objetiva.

2. Desde un punto de vista operativo, el Regulador debe actuar de forma independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y facultades.

3. El Regulador debe tener suficientes facultades, los recursos adecuados y la capacidad de desempeñar sus funciones y ejercer sus facultades.

4. El Regulador debe adoptar procesos en la regulación claros y coherentes.

5. El personal del Regulador debe respetar las normas éticas más estrictas, incluyendo unas normas de confidencialidad adecuadas.

6. El Regulador debe tener o contribuir al proceso para controlar, atenuar y gestionar el riesgo sistémico, acorde con su cometido.

7. El Regulador debe tener o contribuir al proceso de revisión del perímetro de regulación de forma periódica.

8. El Regulador debe tratar de asegurarse de que los conflictos de interés y la asimetría de incentivos sean evitados, eliminados, revelados o tratados de otra manera”.

Desgraciadamente, y como en todos los casos en que la regulación se atiene a “principios”, el aplicador jurídico a la hora de depurar e imputar responsabilidades se encuentra con los dos escollos clásicos inherentes a la eficacia de todo principio positivado como tal: su abstracción, en primer lugar, y la tradicional (si bien no absoluta) inexistencia de normas que garanticen la eficacia de los mismos, en segundo. Una somera lectura de los principios transcritos evidencia el primer escollo, hallándose trufado el texto de conceptos jurídicos indeterminados. Por cuanto al segundo escollo, cabe subrayar que en el mismo texto existen principios para el cumplimiento de la regulación “de” los mercados de valores, pero no “por” los mercados de valores, lo que nos lleva a la clásica disquisición anglosajona sobre quien supervisa al supervisor (“*who watches the watchmen*”)⁵. Una lectura de la metodología OICV/IOSCO en su totalidad muestra, no obstante, que en este caso se prevén unas normas de responsabilidad de los reguladores: a ser implementadas a nivel nacional, sí, pero cuyo significado no existe la mínima duda. Así, la responsabilidad del regulador es expresamente calificada como “tema clave” al desarrollar el principio 2, y se sientan inequívocamente las pautas básicas siguientes:

“6. El regulador debe ser responsable públicamente en el uso de sus facultades y recursos para garantizar que el regulador mantenga su integridad y credibilidad.

7. Debe haber un sistema que permita la revisión judicial de las decisiones definitivas del regulador.

⁵ BLACK. Julia: *Decentring regulation: understanding the role of regulation and self-regulation in a "post-regulatory" world*. Current Legal Problems, 54 (1). pp. 103-146. ISSN 0070-1998.

8. Cuando su responsabilidad sea ante el Gobierno o algún otro organismo externo, la naturaleza confidencial y delicada desde el punto de vista comercial de la información en poder del regulador debe ser respetada. Debe haber mecanismos de salvaguardia para proteger esa información de un uso o una divulgación inadecuados”.

En materia de independencia y responsabilidad, explica la OICV que “el equilibrio entre la independencia y la responsabilidad es delicado. Los Principios no se posicionan sobre el lugar que ocupa el regulador dentro de la estructura gubernamental. Aun así, se debe vigilar la salvaguardia de la independencia en diferentes circunstancias. No sólo debe tenerse en cuenta la asignación de responsabilidades regulatorias, el marco de la responsabilidad y los procedimientos u otros mecanismos establecidos para conseguir la independencia, sino también el funcionamiento real de la relación entre el regulador y cualquier supervisor gubernamental. En la medida de lo posible, se debe revisar el efecto de tal interrelación en casos concretos. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones las normas o políticas pueden requerir la aprobación por un Ministro del Gobierno u otra autoridad, o es posible que otros importantes asuntos reguladores requieran la consulta o aprobación por un Ministro del Gobierno u otra autoridad. A veces, también se revisan cuestiones en el seno del Gobierno en aras del cumplimiento de la legislación aplicable. Las circunstancias en que se requiera o permita esa consulta o aprobación deben ser claras y el proceso debe ser lo suficientemente transparente o estar sujeto a revisión para salvaguardar su integridad”. Del mismo modo, subraya que “la independencia o la responsabilidad no se ponen en peligro necesariamente sólo porque el regulador sea parte del Gobierno y/o porque los altos cargos del regulador tengan nombramientos políticos, incluidos cargos

nombrados que anteriormente hayan formado parte del Gobierno”, estableciéndose, así, una suerte de presunción *iuris tantum* de independencia protegida por la presunción de inocencia y demás principios de derecho administrativo sancionador llegado el caso de exacción de responsabilidades individuales de los integrantes de los cuerpos supervisores.

- *A nivel europeo y nacional:*

La regulación de esta materia a nivel europeo, desde el punto de vista de la regulación técnica, se basa en tres principios claros:

1. las normas técnicas de regulación serán de carácter técnico
2. las normas técnicas de regulación no podrán entrañar decisiones estratégicas ni políticas, y
3. el contenido de las las normas técnicas de regulación estará limitado (que no “delimitado”) por los sucesivos actos legislativos en los que se basen, bien se comuniquen mediante realciones de desarrollo sucesivo, bien mediante relaciones de derogación.

Estos principios se hallan, a los efectos que interesan a esta tesis, en el segundo párrafo del punto 1 del artículo 10 del reglamento (UE) No 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión. Es decir, se hallan en la génesis misma del ESMA, el Superregulador Europeo en materia de Valores y Mercados, y

excluyen ex ante de la regulación técnica toda actuación basada en principios de oportunidad, políticos, estratégicos o, en suma, cualquier otro ajeno a los estrictamente técnicos.

En este estadio de la tesis, y sin perjuicio de la detallada descripción del ESMA que se hará en su capítulo, basta mencionar el Sistema Europeo de Supervisión Financiera o European System of Financial Supervision (ESFS), integrado a su vez por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority -ESMA-); la Junta Europea de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board –ESRB-); la Autoridad Bancaria Europea (European Banking Authority –EBA-), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (European Insurance and Occupational Pensions Authority –EIOPA-), el Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión y las Autoridades Competentes de supervisión de cada Estado Miembro, conformando estas el tercer nivel regulador: el nacional.

2. ACCS y autorregulación. Las ACCs como cuasi-reguladores

Existen diversos modelos de autorregulación, variando igualmente el grado de utilización de dicha capacidad. Las características comunes de las Organizaciones Autorreguladas (Self-Regulatory Organizations o SROs) en la mayoría de las jurisdicciones son tanto una separación con respecto al regulador (que no es sinónimo de independencia, existiendo generalmente supervisión y autorización gubernamentales) como la participación de empresas, industria y, en su caso, inversores, en las actividades de la SRO. Del mismo modo, una organización debe clasificarse como una SRO a los efectos de los principios y

metodología OICV/IOSCO, si se le ha conferido la potestad regulatoria⁶, y sus normas están sujetas a sanciones significativas con respecto a cualquier parte del mercado o sector de valores.

Para el caso de supervisión directa por entidades autorreguladas a las que se remita o en que delegue expresamente la normativa en la materia, el principio 9 de la Metodología para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de la Organización Internacional de Comisiones (Nacionales) de Valores (OICV/IOSCO) establece que “en caso de que el sistema normativo recurra a Organizaciones Autorreguladoras (SROs, por sus siglas en inglés) que ejerzan alguna responsabilidad de supervisión directa respecto a sus respectivas áreas de competencia, tales SROs deben someterse a la supervisión del regulador y deben observar las normas de justicia y confidencialidad en el ejercicio de sus facultades y responsabilidades delegadas”.

En principio, la metodología OICV/IOSCO propugna que las SROs debieran asumir las responsabilidades regulatorias que puedan llevar a cabo más eficientemente por contar con la competencia técnica necesaria (Preámbulo del Principio relativo a la Autorregulación), mas reconoce igualmente que las actuaciones de las SROs se verán, a menudo, limitadas por los contratos y normas aplicables. Para satisfacer la necesidad de lograr un siquiera precario equilibrio entre autonomía reguladora, eficiencia en el ejercicio de la misma y cumplimiento de obligaciones y compromisos privados, la OICV establece como pautas la continuidad en la supervisión de la SRO así como que “una vez que la SRO esté en funcionamiento, el regulador debe asegurarse de que el ejercicio de este poder resulte en el

⁶ “facultad o la responsabilidad de regular”, en palabras del propio texto

interés público y proteja a los inversores; y conduzca a una supervisión, inspección y sanción justa, eficaz y coherente de las disposiciones legales y reglamentarias de valores aplicables; así como de las normas oportunas de la SRO”.

En materia de OAs/SROs y conflictos de interés, los principios y metodología OICV/IOSCO, tras reconocer esta posibilidad como real, obligan al regulador a vigilar, dar respuesta a esta posibilidad y en concreto a “garantizar que no se produzca un conflicto de intereses debido a que la SRO acceda a información valiosa acerca de los participantes en los mercados (sean o no miembros de la propia SRO). El riesgo de aparición de conflictos puede ser elevado cuando la propia SRO (p. ej., una bolsa) sea responsable tanto de la supervisión de sus miembros como de la regulación de un sector del mercado”.

Independientemente de la medida en que se recurra a la autorregulación, el regulador debe igualmente, según los principios y metodología OICV/IOSCO, retener la autoridad de investigar asuntos que afecten a los inversores o al mercado. Cuando las facultades de una SRO sean insuficientes para investigar o abordar una determinada conducta indebida, o en caso de que un conflicto de intereses lo precise, el regulador “debe asumir la responsabilidad de una investigación por parte de una SRO. Por tanto, es importante garantizar que la información proporcionada por la SRO al regulador permita identificar estas cuestiones en una etapa temprana”.

3. Los excesos en la regulación y sus consecuencias: la adicción al rating

La regulación también puede incurrir en excesos de los que, a su vez, se pueden deducir responsabilidades para la administración, tanto en su faceta de administración reguladora como bajo la perspectiva de responsabilidad del estado legislador. Como observó Partnoy⁷ en 1999, la incorporación de los ratings a la regulación financiera alteró severamente los mercados como consecuencia de la creación de una demanda artificial creada por una regulación dependiente (y en muchos casos adicta) a las calificaciones. En concreto, y sobre la rating-adicción, Partnoy afirma que la regulación dependiente de los ratings socava la esencial validez empírica del modelo reputacional y propone un modelo alternativo en su lugar: el modelo de licencia regulatoria. Si además, la regulación llega al extremo de obligar a determinados operadores financieros a conseguir una determinada nota en sus calificaciones para acceder u operar en mercados específicos –normalmente hiperespecializados y con márgenes de beneficio tan gigantes como los riesgos a asumir–, el título constitutivo y legitimador de exacción de responsabilidad por daños derivados de legislación nefanda por parte del estado legislador está servido, como se verá en los capítulos que siguen.

⁷ PARTNOY, Frank: “The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies”. University of San Diego School of Law, Washington University Law Quarterly, Vol 77, pp. 619-712, 1999

4. El difícil equilibrio entre regulación y responsabilidad. La regulación como fuente de responsabilidad.

Existe un difícil equilibrio entre regulación y responsabilidad derivada de la regulación defectuosa, temeraria o negligente. El regulador, como actor público legitimado para producir normas que rijan el funcionamiento de entidades y sectores, no es un ente inmune, de modo que en caso de que la regulación sea defectuosa y produzca daños, el título de responsabilidad es precisamente la normativa emitida. Y del mismo modo, además de dicho criterio cualitativo, cuanto más se regule más serán las probabilidades que tiene el regulador de incurrir en responsabilidad por este título en detrimento del sector regulado, cuyas actuaciones, precisamente por este exceso de regulación, cuanto mas constreñidas por normas más se alejarán de la responsabilidad derivada del libre albedrío de sus responsables.

De tal modo, se da una relación inversamente proporcional entre regulación y exacción de responsabilidad a los agentes particulares de un sector regulado, partiendo de la responsabilidad como emanación del libre albedrío: cuanta más regulación, menos margen de libre determinación tienen en tal caso las ACCs y por tanto, en caso de surgir daños, un exceso de regulación puede erigirse en título de exención de responsabilidad de la Agencia en detrimento del regulador público cuyo exceso de regulación puede haber incurrido en un defecto causante de daños a terceros.

5. El Supervisor europeo ante circunstancias excepcionales: jurisprudencia TJUE

El reglamento 1095/2010 de creación del ESMA/AEVM, prevé una ampliación de facultades supervisoras para el caso de concurrencia de circunstancias excepcionales.

En concreto, su artículo 18 establece que

“1. En caso de evoluciones adversas que puedan comprometer gravemente el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad del conjunto o una parte del sistema financiero de la Unión, la Autoridad facilitará activamente, y cuando lo considere necesario, coordinará cuantas acciones acometan las autoridades nacionales de supervisión competentes interesadas.

Para que pueda ejercer dicha función de facilitación y coordinación, se informará cumplidamente a la Autoridad de toda novedad pertinente, y se la invitará a participar en calidad de observadora en cualquier reunión pertinente de las correspondientes autoridades nacionales de supervisión competentes.

2. El Consejo, tras consultar a la Comisión y a la JERS, así como, en su caso, a las AES, podrá adoptar una decisión destinada a la Autoridad en la que determine la existencia de una situación de emergencia a efectos del presente Reglamento, a instancias de la autoridad, la Comisión o la JERS. El Consejo revisará esta decisión con la periodicidad oportuna y al menos una vez al mes. Si no se renovara al cabo de un mes, la decisión caducará automáticamente. El Consejo podrá declarar el cese de la

situación de emergencia en cualquier momento. Cuando la JERS o la Autoridad consideren que puede presentarse una situación de emergencia, dirigirán al Consejo una recomendación confidencial y proporcionarán una evaluación de la situación. El Consejo evaluará seguidamente la necesidad de convocar una reunión. Durante este proceso se garantizará la debida confidencialidad.

Si el Consejo determina la existencia de una situación de emergencia, habrá de informar debidamente al Parlamento Europeo y a la Comisión sin demora.

4. Si el Consejo ha adoptado una decisión de conformidad con el apartado 2, y en las circunstancias excepcionales en que sea necesaria la actuación coordinada de las autoridades nacionales para responder a situaciones adversas que puedan comprometer gravemente el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad del conjunto o una parte del sistema financiero en la Unión Europea, la Autoridad podrá adoptar decisiones individuales instando a las autoridades competentes a tomar las medidas necesarias, de conformidad con la legislación mencionada en el artículo 1, apartado 2, para abordar cualquiera de dichas situaciones, asegurándose de que los participantes en los mercados financieros y las autoridades competentes satisfacen los requisitos establecidos en dicha legislación.

5. Sin perjuicio de las facultades que el artículo 258 TFUE confiere a la Comisión, en caso de que una autoridad competente no cumpla la decisión de la Autoridad mencionada en el apartado 3 en el plazo especificado en dicha decisión, la Autoridad podrá adoptar, cuando los requisitos pertinentes de los actos legislativos

mencionados en el artículo 1, apartado 2, incluidos los de las normas técnicas de regulación y los de las normas técnicas de ejecución adoptadas con arreglo a dichos actos sean directamente aplicables a los participantes en los mercados financieros, una decisión individual dirigida a un participante en los mercados financieros instándole a adoptar las medidas necesarias para cumplir las obligaciones que le incumben en virtud de dicha legislación, incluido el cese de una práctica. Esto se aplicará únicamente en las situaciones en que la autoridad competente no aplique los actos legislativos mencionados en el artículo 1, apartado 2, incluidos los de las normas técnicas de regulación y los de las normas técnicas de ejecución adoptadas con arreglo a dichos actos, o los aplique de modo tal que incurra en infracción manifiesta de dichos actos, y cuando sea necesario remediar urgentemente la situación para restablecer el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión.

5. Las decisiones adoptadas de conformidad con el apartado 4 prevalecerán sobre cualquier decisión anterior adoptada por las autoridades competentes sobre el mismo asunto.

Cualquier medida que tomen las autoridades competentes en relación con asuntos que sean objeto de una decisión de conformidad con el apartado 3 o 4 deberá ser compatible con esas decisiones”.

En similar sentido, el artículo 9.5 del Reglamento ESMA establece igualmente que:

“5. La Autoridad podrá prohibir o restringir temporalmente determinadas actividades financieras que amenacen el funcionamiento correcto y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad de la totalidad o de parte del sistema financiero de la Unión en casos especificados y en las condiciones establecidas en los actos legislativos mencionados en el artículo 1, apartado 2, o, si así se requiere en caso de una situación de emergencia, con arreglo a las condiciones estipuladas en el artículo 18.

La Autoridad revisará la decisión a la que se hace referencia en el párrafo primero con la periodicidad oportuna y al menos cada tres meses. Si la decisión no se prorroga al cabo de esos tres meses, caducará automáticamente.

Los Estados miembros podrán pedir a la Autoridad que reconsidere su decisión. En tal caso, la Autoridad decidirá, de conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 44, apartado 1, párrafo segundo, si mantiene o no su decisión.

La Autoridad podrá evaluar asimismo la necesidad de prohibir o restringir determinados tipos de actividades financieras y, cuando se dé una necesidad de este tipo, podrá informar a la Comisión con el fin de facilitar la adopción de dicha prohibición o restricción.

Nos encontramos, en sendos artículos, ante una “carta blanca” otorgada por el legislador europeo al ESMA para casos de emergencia. Y como toda carta blanca surgen las cuestiones que siempre preocupan al jurista:

- ¿Quién decide lo que es una “situación de emergencia”?
- ¿Se debe motivar la concurrencia de la citada situación?
- ¿Qué medidas se pueden adoptar?

- ¿Quién supervisa al supervisor?
- ¿Es posible la supervisión ex ante?

En suma, y de acuerdo con la teoría del derecho más perpetuada en el imaginario jurídico, se trata de la sempiterna preocupación por la discrecionalidad y su control como mecanismo de prevención de la aparición de la arbitrariedad y vuelta a los estados reglados como estados ideales, analizado entre otros por Kelsen, Hart o Dworkin, y calificado como realidad extraordinariamente escurridiza y compleja por Desdentado Daroca⁸. Especialmente cuando concurren situaciones excepcionales. El Real Decreto-Ley y su control sería la materia más similar en derecho administrativo español, abstracción hecha de los estados de alarma, excepción y sitio, más propios del Derecho constitucional.

A la vista de la profusa literatura jurídica al respecto, este subepígrafe se centra necesariamente en cómo el Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha zanjado jurisprudencialmente que también el ESMA como Supervisor Europeo está sujeto a límites, por mucho que puedan concurrir –o aducir su concurrencia- estados de excepcional urgencia, gravedad o emergencia.

Estamos hablando de la Sentencia de 22 de enero de 2014, dictada por la Gran Sala del TJUE, y que necesariamente hay que examinar en una tesis como la que nos ocupa.

⁸ DESDENTADO DAROCA, E., *Discrecionalidad Administrativa y planeamiento urbanístico: construcción teórica y análisis jurisprudencial*, 2ª Ed, Aranzadi, Pamplona, 1999. Págs. 29, 37 y ss.

La Sentencia de 22 de enero de 2014, dictada en el asunto C-270/12, a raíz de un recurso de anulación interpuesto con arreglo al artículo 263 TFUE, el 31 de mayo de 2012, enfrentó al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte con sendos Parlamento y Consejo europeos, apoyados éstos por la Comisión, España, Francia e Italia, a raíz de la solicitud por el Reino Unido de anulación del artículo 28 del Reglamento (UE) nº 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago (DO L 86, p. 1). Dicho artículo, dictado en aplicación del artículo 9.5 del Reglamento 1095/2010 ya examinado, establecía que siempre que concurriera las condiciones establecidas en su apartado 2, la AEVM:

“a) exigirá a las personas físicas o jurídicas que mantengan posiciones cortas netas en relación con un instrumento financiero específico o una clase de instrumentos financieros que notifiquen a una autoridad competente o publiquen los detalles de tales posiciones, o

b) prohibirá a las personas físicas o jurídicas realizar ventas en corto u operaciones que creen un instrumento financiero o se refieran a un instrumento financiero distinto de los instrumentos financieros contemplados en el artículo 1, apartado 1, letra c), y cuyo efecto, o uno de cuyos efectos, sea conferir una ventaja financiera a dicha persona en caso de que disminuya el precio o valor de otro instrumento financiero, o impondrá condiciones para ello.

Las medidas podrán aplicarse en circunstancias particulares o con las excepciones que especifique la AEVM. Podrán, en particular, establecerse excepciones aplicables a las actividades de creación de mercado y a las actividades del mercado primario.

2. La AEVM únicamente adoptará una decisión con arreglo al apartado 1 si:

- a) las medidas enumeradas en el apartado 1, letras a) y b), están encaminadas a hacer frente a una amenaza que tenga implicaciones transfronterizas para el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o para la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión, y
- b) las autoridades competentes no han tomado medidas para hacer frente a la amenaza o las medidas adoptadas no constituyen una respuesta adecuada frente a la misma.

3. Si se toman las medidas a que se refiere el apartado 1, la AEVM tendrá en cuenta hasta qué punto la medida:

- a) ataja de forma significativa la amenaza que pesa sobre el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o sobre la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión, o mejora de forma significativa la capacidad de las autoridades competentes de controlar la amenaza;
- b) no crea un riesgo de arbitraje regulador;

c) no tiene un efecto perjudicial sobre la eficiencia de los mercados financieros, como el de reducir su liquidez o crear incertidumbre entre los participantes en el mercado, que resulte desproporcionado con respecto a las ventajas de la medida.

Cuando una o varias autoridades competentes hayan tomado alguna medida con arreglo a los artículos 18, 19, 20 o 21, la AEVM podrá adoptar cualquiera de las medidas a que se refiere el apartado 1 del presente artículo sin emitir el dictamen previsto en el artículo 27.

4. Antes de tomar la decisión de imponer o renovar alguna de las medidas a que se refiere el apartado 1, la AEVM consultará a la [Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)] y, cuando proceda, a otras autoridades pertinentes.

5. Antes de tomar la decisión de imponer o renovar alguna de las medidas a que se refiere el apartado 1, la AEVM notificará a las autoridades competentes pertinentes las medidas que se propone adoptar. La notificación especificará los pormenores de las medidas propuestas, la clase de instrumentos financieros y operaciones a la que se aplicarán, los datos que justifican las razones alegadas para la adopción de las medidas y la fecha prevista de entrada en vigor de éstas.

6. La notificación se efectuará con una antelación mínima de 24 horas con respecto a la fecha de entrada en vigor o renovación de la medida. En circunstancias excepcionales, la AEVM podrá realizar la notificación con menos de 24 horas de antelación con respecto a la fecha prevista de entrada en vigor de la medida, si resulta imposible observar un preaviso de 24 horas.

7. La AEVM publicará en su sitio web un aviso sobre cualquier decisión de imponer o renovar alguna de las medidas a que se refiere el apartado 1. El aviso especificará, como mínimo, lo siguiente:

- a) las medidas impuestas, incluidos los instrumentos y las clases de operaciones a las que se aplican y su duración, y
- b) las razones por las cuales la AEVM juzga necesario imponer las medidas, junto con los datos que justifican dichas razones.

8. Tras tomar la decisión de imponer o renovar alguna de las medidas a que se refiere el apartado 1, la AEVM notificará inmediatamente a las autoridades competentes las medidas adoptadas.

9. Las medidas comenzarán a surtir efecto cuando se publique el aviso en el sitio web de la AEVM o, con posterioridad, en el momento que se especifique en él, y se aplicarán únicamente a operaciones realizadas después de la entrada en vigor de las medidas.

10. La AEVM reexaminará las medidas que haya adoptado con arreglo al apartado 1 a intervalos apropiados y, como mínimo, cada tres meses. Si una medida no se renueva al cabo de ese período de tres meses, quedará automáticamente derogada. Los apartados 2 a 9 serán aplicables a la renovación de las medidas.

11. Las medidas adoptadas por la AEVM en virtud del presente artículo prevalecerán sobre cualquier medida adoptada previamente por una autoridad competente de conformidad con la sección 1.”

La Comisión complementó el Reglamento nº 236/2012 por medio del Reglamento Delegado (UE) nº 918/2012, de 5 de julio de 2012, por el que se completaba, *inter alia*, las definiciones del mismo. En lo que respecta a esta investigación, su artículo 24, apartado 3, establecía que:

«A efectos del artículo 28, apartado 2, letra a), [del Reglamento nº 236/2012] por amenaza para el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o para la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión se entenderá:

- a) cualquier amenaza de inestabilidad financiera, monetaria o presupuestaria grave en relación con un Estado miembro o el sistema financiero de un Estado miembro, cuando ello pueda poner seriamente en peligro el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión;
- b) la posibilidad de impago de cualquier Estado miembro o emisor supranacional;
- c) cualquier daño grave en las estructuras físicas de emisores financieros importantes, las infraestructuras de mercado, los sistemas de compensación y liquidación y las autoridades de supervisión, que puedan afectar gravemente a los

mercados transfronterizos, en particular cuando los daños sean el resultado de un desastre natural o de un atentado terrorista, si ello puede poner en peligro el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión;

d) Cualquier perturbación grave de un sistema de pago o de un proceso de liquidación, en particular en el contexto de operaciones interbancarias, que cause o pueda causar fallos o retrasos importantes en los pagos o en la liquidación en los sistemas de pago transfronterizos de la Unión, especialmente cuando pueda dar lugar a la propagación de tensiones financieras o económicas en el conjunto o una parte del sistema financiero de la Unión.».

En la presente sentencia, el Reino Unido plantea las interrogantes principales en relación con el ejercicio y control de facultades excepcionales, en este caso por el Supervisor Europeo, en la forma que sigue

❖ *En relación con la excesiva discrecionalidad de las facultades de intervención otorgadas normativamente a la AEVM.*- En primer lugar, el Reino Unido alega que una decisión de la AEVM acerca de si se cumplen los criterios enunciados en el artículo 28, apartado 2, del Reglamento nº 236/2012 implica una «muy amplia facultad discrecional».

En particular, sostiene que el hecho de determinar si existe o no una “amenaza” para el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o para la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero constituye

en sí una “valoración muy subjetiva”. Al respecto el Tribunal comienza recordando que la AEVM es una entidad de la Unión creada por el legislador de ésta, no una entidad de derecho privado, que antes de adoptar cualquier decisión está obligada a examinar un número considerable de factores, indicados en el artículo 28, apartados 2 y 3, del Reglamento nº 236/2012, siendo tales condiciones acumulativas, no alternativas. En lo atinente a las competencias de intervención de la AEVM, el TJUE pone de manifiesto su detallada regulación en el artículo 30 del Reglamento nº 236/2012, debiendo llevar a cabo evaluaciones fácticas de carácter técnico (es decir, desprovistas de consideraciones de oportunidad, políticas o de cualquier otro modo). Antes estas características, el TJUE concluye que las competencias de intervención de la AEVM están delimitadas con precisión y pueden ser objeto de control judicial a la luz de los objetivos fijados por la autoridad delegante. Tales competencias se ajustan, por lo tanto, a las exigencias establecidas en la sentencia Meroni/Alta Autoridad, antes citada, sin que revistan la “amplia facultad discrecional” incompatible con el TFUE que invocaba UK, lo que determinó la desestimación de esta primera pretensión

❖ *En relación con la delegación de facultades cuasi-normativas en la AEVM.*- En segundo lugar, el Reino Unido considera que la AEVM, en virtud del artículo 28, apartado 1, del Reglamento nº 236/2012, dispone de un amplio abanico de opciones en cuanto a la medida o medidas que hayan de imponerse y las posibles excepciones que hayan de contemplarse. Estas opciones, según dicho Estado miembro, podrían tener implicaciones muy significativas en materia de política económica y financiera, considerando el recurrente que incluso autoriza

a la AEVM a adoptar «actos cuasi-legislativos» de alcance general; esta posibilidad, empero, quebranta el principio enunciado en la sentencia de 14 de mayo de 1981, Romano (98/80, Rec. p. 1241). Al respecto comienza el TJUE recordando la jurisprudencia de la sentencia Romano, según la cual un órgano de la administración comunitaria no puede ser habilitado por el Consejo para adoptar “actos de carácter normativo”. Seguidamente constata que en el caso de autos es cierto que, según se desprende del artículo 28 del Reglamento nº 236/2012, la AEMV está llamada a adoptar en virtud de dicho artículo, en circunstancias estrictamente delimitadas, actos de alcance general los cuales pueden incluso contener normas dirigidas a cualquier persona física o jurídica que posea un determinado instrumento financiero o una categoría particular de instrumentos financieros, o que efectúe determinadas transacciones financieras. Pero, también en el caso concreto, el reino Unido como recurrente no habría llegado a demostrar que la delegación de competencias a la AEVM resultante del artículo 28 del Reglamento nº 236/2012 sea contraria a los requisitos establecidos al respecto por la sentencia Meroni, y, en particular, al que establece que la delegación únicamente puede afectar a competencias de ejecución definidas con precisión. (En otras palabras el TJUE, ante la relevancia y consecuencias de un pronunciamiento jurisdiccional al respecto, aduce las circunstancias del caso concreto para no pronunciarse sobre el fondo del debate jurídico, alegando para ello que el recurrente no habría satisfecho la carga de la prueba.)

❖ *En relación con la incompatibilidad de la delegación de competencias con los artículos 290 291 TFUE.*- En tercer lugar, el Reino Unido indica que, al elegir las medidas a adoptar, la AEVM debe guiarse por los factores enunciados en el artículo 28, apartado 3, del Reglamento nº 236/2012. Ahora bien –señala– dichos factores encierran «criterios muy subjetivos». Por otra parte, afirma que la AEVM dispone de una discrecionalidad importante en cuanto a la valoración de los criterios enunciados en dicha disposición. En efecto, ésta no aclara qué conducta debe seguir la AEVM si considera, por ejemplo, que una medida que se propone adoptar podría tener un efecto perjudicial sobre la eficiencia de los mercados financieros que resulte desproporcionado con respecto a las ventajas de la medida. Finalmente, considera que se vulneran las normas de atribución de competencias reguladas en los arts. 290 y 291.

El TJUE se centra en responder al último argumento de la citada pretensión –quizás por considerar los demás ya resueltos en su motivación previa–, y resuelve que el artículo 28 del Reglamento nº 236/2012 no puede considerarse aisladamente, sino integrado en un conjunto de normas que pretenden dotar a las autoridades nacionales competentes y a la AEMV de competencias de intervención para hacer frente a coyunturas desfavorables que amenacen la estabilidad financiera en la Unión y la confianza de los mercados. Para ello, estas autoridades deben tener la posibilidad de imponer restricciones temporales a las ventas en corto de determinados valores financieros o a la conclusión de permutas de cobertura por impago o a otras transacciones para evitar caídas incontroladas de los precios de esos instrumentos. Tales instancias gozan de un alto grado de competencia profesional y colaboran estrechamente en pro del

objetivo de estabilidad financiera en la Unión. Por ello concluye el TJUE no puede considerarse que el artículo 28 del Reglamento nº 236/2012, puesto en relación con los demás instrumentos de regulación adoptados en la materia, a los que se ha hecho referencia anteriormente, esté en contradicción con el régimen de delegaciones establecido en los citados artículos 290 TFUE y 291 TFUE.

❖ *Sobre el alcance del artículo 114 TFUE, dedicado a la aproximación de legislaciones, y la repercusión de las medidas en personas físicas y jurídicas.-*

En cuarto lugar, el Reino Unido sostiene que, aun cuando las medidas adoptadas por la AEVM sean teóricamente temporales, ello no modifica en absoluto su naturaleza fundamental. Incluso las prohibiciones temporales relativas a transacciones en los mercados financieros pueden tener consecuencias significativas a largo plazo, en especial un impacto sobre la liquidez de los mercados, y generar efectos potencialmente duraderos sobre la confianza global en éstos. Según dicho Estado miembro, los principios establecidos en la sentencia de 13 de junio de 1958, Meroni/Alta Autoridad (9/56, Rec. p. 9), se aplican tanto a las medidas permanentes como a las medidas temporales. Igualmente UK plantea que de aceptar que el artículo 28 del citado Reglamento autoriza a la AEMV a dirigir decisiones a personas físicas o jurídicas, dicho artículo rebasaría las competencias delimitadas en el artículo 114 TFUE, el cual no habilita al legislador de la Unión para adoptar decisiones individuales que carezcan de alcance general, ni tampoco le autoriza

para delegar en la Comisión o en un organismo de la Unión la potestad de adoptar tales decisiones.

Al respecto, resuelve el Tribunal que en cuanto al alcance del artículo 114 TFUE, ha de recordarse que un acto legislativo adoptado sobre esa base jurídica debe, por una parte, contener medidas relativas a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros y, por otra parte, tener por objeto el establecimiento y el funcionamiento del mercado interior. Seguidamente analiza la normativa recurrida y concluye que las competencias previstas en el artículo 28 del Reglamento nº 236/2012 tienen efectivamente por objeto la mejora de las condiciones de establecimiento y de funcionamiento del mercado interior en el ámbito financiero (según requiere el artículo 114 TJUE), al cumplir sendos requisitos enunciados en el mismo. Lo que lleva a la necesaria conclusión de que el artículo 114TFUE sí constituye la base jurídica apropiada para la adopción del artículo impugnado

En conclusión, la sentencia analizada confirma la posibilidad de que la AEVM pueda no solo resolver por delegación, sino tomar la iniciativa en supuestos de extraordinaria urgencia que afecten de forma relevante a los mercados europeos. A fecha de hoy, los únicos actores capaces de provocar tales situaciones excepcionales y urgentes son las Agencias de Calificación Crediticia cuando rebajan la nota dada a deuda soberana de países en recesión (Grecia, por ejemplo) o cuando revisan la calificación dada a

Corporaciones gigantes que han caído en desgracia ante los inversores por ejemplo, por haber falsificado datos relativos a emisiones contaminantes (Volkswagen, por ejemplo). Las consecuencias para el control administrativo de las ACC's y a su vez un eventual solapamiento de responsabilidades –de las ACCs y de los supervisores eventualmente negligentes en sus funciones de control *ex ante* o corrección *ex post*– son evidentes.

6. Las ACC's como “gatekeepers”.

En la medida en que las ACC's son entidades que realizan una función de clasificación de la solvencia de créditos útil para los actores financieros en el momento de decidir el destino de sus ahorros, las ACC's son consideradas indudablemente “guardianas” (gatekeepers)⁹, pues controlan mediatamente el acceso a los mercados financieros de aquellos instrumentos de más riesgo para sendos inversores y mercado, a través de las calificaciones.

⁹ Vid. FP Hops, 'Problems and Reforms in Mortgage-Backed Securities: Handicapping the Credit Rating Agencies' [2009-2010] 79 *Miss L J* 531, 535. Cfr. Igualmente las conclusiones del Congreso de los Estados Unidos reflejadas en la sec 931(2) de la Dodd-Frank Act. Sobre el concepto generic de gatekeepers, es indispensable consultar la obra de John C. Coffee, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* [OUP 2006].

Atendiendo a tal naturaleza de “guardianes” el profesor Coffee Jr¹⁰ acuñó cuatro pautas de control, aplicables a toda institución, pública o privada, que desempeñe tal función: a) behavior: (1) structural rules, (2) prophylactic rules, (3) “empowerment” rules, and (4) liability rules. Dicha aplicabilidad es desarrollada por Portnoy¹¹

Los dos grandes, Standard & Poor’s y Moody’s, ostentan un poder de facto como gatekeepers para emisores tanto privados como públicos (Kerwer 2002¹²; Sinclair 1999, 161).

7. Las ACC como actores globales. ACC’s y global administrative Law

A fecha de la presente tesis, el debate sobre la superación del dualismo legal de Triepel¹³ y la negación de un derecho administrativo europeo de Gianini¹⁴ está sobradamente cerrado, por lo que este estudio, como tantos otros, partirá de las tradicionales teorías de Kazansky, Burns y Dendias¹⁵ sobre Administración Internacional para configurar las ACC’s no como

¹⁰ John C. Coffee, Jr., Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms, 84 B.U.L. Rev. 301 (2004);

¹¹ Cfr. Portnoy, Frank, How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers. FINANCIAL GATEKEEPERS: CAN THEY PROTECT INVESTORS?, Yasuyuki Fuchita, Robert E. Litan, eds., Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006 . San Diego Legal Studies Paper No. 07-46

¹² Kerwer, D. Rating Agencies: Setting a Standard for Global Financial Markets. Economic Sociology (European Electronic Newsletter), 3, 3, 40-46.

¹³ E. Triepel, Volkerrecht und Landesrecht, Leipzig, 1899

¹⁴ M.S. Giannini, Profili di un diritto amministrativo delle Comunità europee, Rome, April 14, 1967

Administración, pero sí como eventuales herramientas al servicio (teórico) de intereses públicos.

Históricamente, será el propio Triepel quien admitiría –ya en 1923- la posibilidad de que “la amenaza de disolución del estado moderno podría colocar grandes grupos económicos donde en su día estaban los estados, lo que conllevará la creación de un derecho internacional absolutamente nuevo”¹⁶. Dicho momento, llegado hace décadas de la mano de las Macrocorporaciones económicas, puso de manifiesto la creación de un derecho internacional de protección de los particulares: frente a las diversas administraciones territoriales, nacionales e internacionales, y frente a las citadas corporaciones, a través de diversos mecanismos de control¹⁷.

Dentro de la esfera del derecho administrativo global, se observan normas globales (global standards) aplicables a las ACC's en las normas IOSCO (International Organization of

¹⁵ Todas ellas, previas al inicio de la Segunda Guerra mundial, evento éste que. A juicio del autor, incidiría en el desarrollo de las mismas, precisamente ante la constatación de que los sujetos individuales precisarían, tras la guerra más que nunca, una protección e instrumentos frente a distintas administraciones, nacionales, supranacionales e internacionales.- Vid. P. Kazansky, *Theorie de l'administration internationale*, en la *Revue général de droit international public*, vol. 9, 1902, pp. 23 y ss; D. Burns, *International administration*, en *British Yearbook of International Law*, 1926, vol. VII, pp. 59 y M. Dendias, *Les principaux services internationaux administratifs*, en el *Recueil des cours de l'Académie de droit international*, I, 1938, p. 301

¹⁶ H. Triepel, *Les rapports entre le droit interne et le droit international*, in *Recueil des Cours*, 1923, p. 82

¹⁷ El control de la actuación de organizaciones híbridas como el Banco Mundial sería examinado, entre otros, por Stefano Batini. Vid a modo de síntesis al respecto, “International Organizations and private subjects: a move toward a Global Administrative Law”. En *International Law and Justice Working Papers* 2005/03 (Global Administrative Law Series). Institute for International Law and Justice, New York University School of Law. (citar como IILJ Working Paper 2005/3. (Global Administrative Law Series) - www.iilj.org-

Securities Comissions) en materia de regulación de valores, abarcando aspectos tanto conductuales¹⁸ como, incluso, relativos a *hedge funds* propiamente dichos.

¹⁸ Vid. THE ROLE OF CREDIT RATING AGENCIES IN STRUCTURED FINANCE MARKETS. Informe final del Comité técnico de IOSCO. Mayo 2008.

III. La actividad de calificación del riesgo de los actores e instrumentos financieros.

A. Introducción necesaria: Infalibilidad y profecías autocumplidas

De un modo holístico necesario para abordar el presente capítulo, cumple sintetizar, desde el punto de vista de la actividad de las ACCs, que su labor es tan simple como esencial en mercados que, como los financieros, priman el conocimiento futuro, la previsibilidad de la ganancia y la seguridad en las inversiones.

No podemos adentrarnos en el estudio de la concreta actividad desarrollada por las ACC's sin examinar antes objetivamente los datos que la realidad ha venido arrojando en las últimas décadas. Examen metajurístico éste cuya resolución exige prescindir -por el momento- de la llamada “ingeniería financiera” para en su lugar acudir a la metodología de la ingeniería del conocimiento, entendiendo tal disciplina en la acepción dada en 1983 por sus creadores, Edward Feigenbaum y Pamela McCorduck, como aquella ingeniería que implica integrar conocimiento en sistemas de computación con el fin de resolver problemas complejos que requieren, para su eficiente resolución, de un altísimo nivel de especialización humana. Así, se recurre principalmente a las teorías de la

Ingeniería del Conocimiento (Knowledge Engineering o KE en adelante) para sustentar el punto de partida inicial de este capítulo, que no es sino que, en teoría, las ACC's nunca pueden equivocarse.

Este aserto no es sino la puesta en valor del concepto de profecía autocumplida. Profecía autocumplida (o con vocación de seguimiento) es aquel dictamen, opinión o previsión que, emanada de quien ostenta potestas o autoridad en el campo de conocimiento, aboca a los integrantes del mismo a ordenar sus comportamientos en línea con la concreta declaración de opinión, conllevando indefectiblemente el cumplimiento del pronóstico como consecuencia de la ordenación de los comportamientos de los actores en la dirección marcada por la predicción. Así, su mera enunciación provoca en los receptores una suerte de reacción subconsciente en el sentido intuido por el aserto, que lleva al cumplimiento de la misma.

En aplicación de las ideas del sociólogo Robert K. Merton, creador del concepto, profecía autocumplida (“self-fulfilling prophecy”) sería aquella que, sustentada en una concepción incierta de la realidad provoca, un comportamiento en los sujetos que dota de certeza y realidad a la inicial situación de hecho¹⁹. Dicha teoría, inequívocamente aplicable y aplicada a los mercados financieros, puede reconfigurarse en el sentido de concebir la profecía autocumplida financiera como aquella modificación provocada en una situación dada de incertidumbre económica, al modificarse el comportamiento de los operadores financieros (principalmente los grandes inversores) como consecuencia de preordenar éstos sus actos de inversión y desinversión en línea con una concreta

¹⁹ Vid. MERTON, R.K., *Social Theory and Social Structure*, The Free Press, New York, 1949.

previsión de evolución de los mercados emitida por otro actor financiero con potestas (no auctoritas) en el concreto foro. Dicho actor emisor del parecer se insiste, no está revestido de auctoritas para imponer sus previsiones, sino que se prevalece de la potestas consecuencia de la confianza previa de la mayoría en sus pareceres para instilar mecanismos subconscientes de alineación conductual²⁰.

De ahí que se postule que, partiendo de que las opiniones de las tres grandes ACCs son a menudo profecías autocumplidas, nunca podrían equivocarse, al ser su influencia de tal calado que los actores económicos afectados (principalmente fondos de inversión) ordenarán su conducta en la dirección de la calificación, incluso hasta convertir el error de la misma en un acierto por mor de la evolución del mercado en que se ha introducido. Lo mismo se puede decir de los países, pues una revisión a la baja de una calificación soberana por considerar al país concreto en riesgo de incumplimiento de inmediato afectaría a la inversión en la deuda soberana de dicho país, huida de inversores, descenso de la cotización de la citada deuda soberana y eventual empeoramiento financiero de la misma²¹.

Lo expuesto hasta ahora ha conllevado con el discurrir de las décadas que el rating concebido como útil haya mutado de elemento predictivo ex ante en una suerte de reptil en continua adaptación como consecuencia de la casi inmediata respuesta de las ACC a

²⁰ Posible ejemplo al respecto son las conclusiones del reciente informe del Banco Asiático de Desarrollo en relación con el crecimiento de Asia, hecho publico el 3 de agosto de 2011 bajo el título "Asia 2050: haciendo realidad el siglo asiático" y que afirmaba que *"by nearly doubling its share of global gross domestic product (GDP) to 52 per cent by 2050, Asia would regain the dominant economic position it held some 300 years ago, before the industrial revolution. But Asia's rise is by no means preordained,"*.

²¹ Kaminsky, G., Schmukler, S., 2001. Emerging markets instability: do sovereign ratings affect country risk and stock returns? World Bank, Working Paper No.2678, Washington, DC.

cualquier cambio con la más mínima incidencia económica. Sería la némesis de las profecías autocumplidas de que se habló en apartados anteriores, en tanto en este caso es la ACC la que intenta adaptar sus comportamientos y predicciones a las consecuencias de determinados ratings, con la consiguiente posibilidad de exacción de responsabilidad en los términos que se verán.

Es desde este punto de vista, posiblemente tremendista, desde el que se aborda la actuación de calificación de las Agencias de Calificación Crediticia, pues la realidad ha demostrado que cuando se llega a exigir responsabilidad a una ACC por calificaciones inicialmente erróneas -o a los supervisores públicos negligentes en la detención temprana de los mismos-, en el decurso de tiempo transcurrido entre la detección del defecto y la posibilidad de exigencia de responsabilidad por daños, a menudo la realidad financiera ha convertido la previsión errónea, en previsión real.

B. Definición y características de la calificación crediticia (rating)

Como se apuntó al principio de la presente tesis, el concepto de calificación define tanto la actividad esencial de toda ACC como el resultado de la misma, *i.e.*, la plasmación sintética de la citada actuación de información y evaluación resultante en un código de letras mayúsculas y signos aritméticos, que comunica directamente al actor financiero la calidad del activo calificado. La consideración conjunta de ambas facetas lleva a definir

la calificación, en este estadio de la tesis, como aquella evaluación cualitativa (assessment) que confecciona una ACC bien sobre el emisor, bien sobre la concreta deuda emitida, basada en el riesgo de impago o incumplimiento (default) y que se plasma en una escala tipo AAA, B, and CC etc., acompañada de la categoría que se otorga al crédito evaluado y un comentario que incluye las asunciones de partida, criterios y metodología utilizados en la confección y emisión de la misma. Igualmente incluye aquellas condiciones que modificarían las citadas asunciones²².

Para Moody's, una Calificación Crediticia es una opinión relacionada con la confiabilidad crediticia de una entidad, una deuda u obligación financiera, un título de deuda, una acción preferencial u otro instrumento financiero o de un Emisor de dicha deuda u obligación financiera, título de deuda, acción preferencial u otro instrumento financiero, emitida utilizando un sistema establecido y definido de calificación para categorías de clasificación.

Las Calificaciones Crediticias se basan para Moody's en información obtenida por MIS de fuentes que esta empresa considera precisas y confiables, incluyendo de manera enunciativa -mas no exclusiva ni excluyente- a los Emisores y a sus representantes, así como también de fuentes independientes del emisor. MIS se basa en que los Emisores y en sus representantes proporcionarán información verdadera, precisa, puntual, completa y correcta y no confusa²³.

²² Vid. Cantor, R., e. a. (1997) 'Split Ratings and Pricing of Credit Risk', *The Journal of Fixed Income*, 7(3), pp72-82. DOI: 10.3905/jfi.1997.408217

²³ Fuente,
<https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/MIS%20Code%20of%20Professional%20Conduct%20Spanish.pdf>

Standard & Poor's define la calificación crediticia como aquellas opiniones sobre el riesgo de incumplimiento de las obligaciones financieras asumidas por el emisor de un producto financiero, que expresan la opinión de la ACC sobre la capacidad y voluntad de un emisor (tales como empresas, estados o municipios) de cumplir sus obligaciones financieras integral y oportunamente²⁴.

Igualmente, incluye S&P en su definición que los ratings pueden también plasmar la calidad crediticia de una emisión individual de deuda tal como bonos municipales o corporativos, y la probabilidad relativa de incumplimiento del producto evaluado.

Es de notar que incluso en la propia definición, S&P incluye una suerte de cláusula de exclusión de la responsabilidad cuando avanza que los ratings “no son una medida absoluta de la probabilidad del incumplimiento”, habida cuenta que “existen eventos y desarrollos futuros que no pueden ser previstos, por lo cual la asignación de calificaciones no es una ciencia exacta. Las calificaciones no son concebidas como garantías [absolutas, se entiende] de la calidad de un crédito, ni como medida exacta de la probabilidad de impago de un emisor concreto.

Por su parte, Fitch reitera la naturaleza de las calificaciones como pautas, guías u orientaciones, añadiendo en la definición la autoría colectiva de las mismas –quizás, avanzando la eventual imposibilidad de imputación individual de responsabilidades en caso de errores en las mismas. Así, las caracteriza la calificación crediticia como opiniones basadas en criterios establecidos y metodologías en continua evaluación y

²⁴ Fuente: http://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings

actualización, lo que implica que las calificaciones son el producto colectivo de Fitch, no imputable a un individuo o grupo de individuos concreto. Fitch subraya igualmente que las calificaciones crediticias no son hechos, y por ello no pueden ser descritos como precisos o imprecisos. Los usuarios deberían por ello acudir a los ratings concretos como guía sobre las dimensiones del riesgo cubierto²⁵.

Con base a estas cuatro definiciones, cabe precisar los siguientes elementos:

1. La calificación es una evaluación cualitativa.- La calificación como evaluación (*assessment*) implica tanto una actividad previa de ponderación -basada en la recogida y análisis técnico de información- como el hecho de que la misma no es sino una valoración emitida por un actor más del mercado. En otras palabras, la calificación es una opinión más, legitimada por elementos objetivos (análisis de información contrastada) y objetivos (conclusiones sobre la citada información), y que será más o menos acogida en los mercados en la medida en que la ACC disfrute de un prestigio, una *auctoritas*, entre los demás operadores. Y como opinión, la calificación crediticia ha gozado de la protección que todo orden constitucional –en especial el americano- ha conferido a la libertad de expresión, en los términos que se verán *in extenso* en puntos posteriores de la presente tesis
2. La actividad de calificación se despliega sobre el riesgo relativo de impago (*probability of default*) del emisor o del activo.- La probabilidad de incumplimiento

²⁵ Fuente https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_definitions/index.cfm

de las obligaciones contraídas, en concreto el riesgo de impago, es la piedra angular de toda calificación

3. La actividad de calificación conlleva un resultado concreto: el rating o Calificación Crediticia”. Moody’s lo define en su clausulado general como “una opinión sobre la calidad crediticia de una entidad, deuda u obligación financiera, programa de emisión de deuda, acción preferente, o cualquier otro instrumento financiero, o de un Emisor de dicha deuda u obligación financiera, programa de emisión de deuda, acción preferente, o cualquier otro instrumento financiero emitido utilizando un sistema de ordenamiento definido de categorías de calificación establecido²⁶”.
4. La calificación se traduce en una código fácilmente interpretable por mercados y operadores, tanto financieros y políticos.- AAA, AA, A+... es la llamada en términos coloquiales “nota” que ponen las ACC. Sistematizadas según criterios descendentes, AAA es la calificación superior, a la que siguen en calidad AA, A, BBB, BB, B, etc. Por debajo de BB, el producto es considerado “bono basura” (“*junk bond*”) por sus altas probabilidades de impago. Como se examinará, muchos factores son tenidos en cuenta a la hora de asignar cada rating concreto, incluyendo la rentabilidad de la organización y su deuda total.

1. ESCALA DE MOODY’S

²⁶ Así se encuentra bajo la rúbrica “Términos definidos” en la mayor parte de los documentos de investigación y trabajo publicados por esta consultora. Por todos, el que sobre la “Política de Retirada de Calificaciones Crediticias”, se encuentra disponible online a disposición de público e inversores en https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_152216

De acuerdo con su propia página web²⁷, la escala de ratings, desde Aaa hasta C, comprende hasta un total de 21 grados, dividida en 2 secciones: la sección de inversión, y la sección especulativa. La categoría de inversión llega hasta el rating Baa3, mientras que el primer peldaño de la categoría especulativa es el Ba1.

En concreto, los ratings que se pueden asignar a los productos concretos son:

Ratings de deuda a largo plazo (son considerados como tales aquellos de vencimiento igual o superior a un año):

Categoría de inversión:

Aaa – “gilt edged”

Aa1, Aa2, Aa3 – grado superior

A1, A2, A3 – grado medio-superior

Baa1, Baa2, Baa3 – grado medio

Categoría especulativa:

Ba1, Ba2, Ba3 – contiene elementos especulativos

B1, B2, B3 – carece de las características de una inversión deseable

Caa1, Caa2, Caa3 – títulos de baja solvencia

Ca – altamente especulativos

²⁷ https://www.moodys.com/pages/default_es.aspx

C – Este es el rating más bajo, con perspectivas extremadamente bajas de alcanzar cualquier tipo de estatus apto para la inversión

Ratings de deuda a corto plazo (aquellos de vencimiento inferior a un año):

Prime-1 (máxima calidad)

Prime-2

Prime-3

Not Prime (asimilable a categoría especulativa)

2. ESCALA DE STANDARD & POOR'S (S&P)²⁸

En el caso de S&P la escala va de la “AAA” a la “D”. cabe resaltar que al analizar la calidad de crédito de un emisor o de una emisión, Standard & Poor's tiene en cuenta el riesgo país, pues la capacidad de un emisor para cumplir con sus obligaciones en moneda extranjera puede ser inferior a su capacidad de pago en moneda local, al depender el emisor de la capacidad de cada gobierno para cumplir con la deuda externa.

En lo atinente a las perspectivas de las calificaciones otorgadas (Outlook), este instrumento evalúa hacia dónde evoluciona potencialmente una calificación a largo

²⁸ El presente estudio de los ratings de S&P responde al análisis de los distintos instrumentos financieros, criterios y posibles calificaciones tal y como consta en la página web http://www.standardandpoors.com/en_EU/web/guest/ratings/ratings-criteria

plazo concreta dentro de sendas perspectivas, al medio y largo plazo, teniendo en consideración los cambios, tanto en condiciones económicas como de mercado.

Las perspectivas pueden ser:

- ✓ Positiva: Significa que la calificación puede subir.
- ✓ Negativa: implica que la calificación puede bajar.
- ✓ Estable: Conlleva que probablemente la calificación no será modificada.
- ✓ En desarrollo: Se utiliza cuando la calificación preexistente puede ser bien aumentada, bien bajada.
- ✓ N.M. (Not meaningful): Significa que no revierte importancia.

Ratings de deuda a largo plazo (Vencimiento igual o superior a un año)

S&P analiza principalmente las variables de probabilidad de pago e incumplimiento (default), así como la naturaleza, disposiciones y condiciones de la obligación y garantías y mecanismos de autodefensa para eventuales casos de quiebra, reorganización u otros supuestos lesivos para los derechos de los acreedores.

AAA – Se trata de la calificación más alta, según la cual el emisor del producto concreto tiene una capacidad para cumplir con sus compromisos financieros extremadamente fuerte.

AA – El emisor tiene una capacidad para cumplir con sus compromisos financieros muy fuerte.

A - El emisor tiene una capacidad para cumplir con sus compromisos financieros fuerte, si bien más expuesta a los efectos adversos derivados de cambios en las circunstancias económicas que los ratings previos.

BBB – Esta calificación se otorga a los títulos que presentan parámetros de protección “adecuados”, si bien el advenimiento de condiciones económicas adversas o cambios coyunturales puede probablemente conducir al debilitamiento de la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros.

En lo atinente a calificaciones asignadas a obligaciones que se consideran de naturaleza especulativa, S&P otorga los siguientes ratings:

BB – Asignado a obligaciones consideradas menos vulnerables a incumplimientos (default) que otras emisiones especulativas. No obstante, ostentan un cierto grado de incertidumbre, estando expuestas a situaciones adversas de índole financiera, económica o del negocio, que pueden eventualmente llevar a que el emisor no tenga una capacidad adecuada para cumplir sus compromisos financieros.

B – Asignado a títulos más vulnerables que los BB. Si bien el emisor presenta capacidad para cumplir con sus compromisos financieros, el surgimiento de condiciones adversas del propio negocio, financieras, o económicas pueden perjudicar su capacidad para cumplir sus compromisos financieros.

CCC – Esta calificación conlleva significa que el producto concreto es efectivamente vulnerable a incumplimientos de pago. En caso de sobrevenir condiciones adversas del negocio, financieras, o económicas, el emisor probablemente no tendrá capacidad de cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación.

CC – Una obligación que recibe esta calificación es considerada actualmente vulnerable a un incumplimiento de pago.

C - Son aquellas obligaciones consideradas muy vulnerables a incumplir sus pagos y obligaciones, presentando atrasos de pago permitidos por los términos incluidos en los documentos de la obligación, o están sujetas a la solicitud de quiebra o acción similar de parte del emisor. No obstante, a fecha del otorgamiento del rating no han presentado incumplimiento de pagos.

D - Esta calificación es otorgada por S&P a aquellas obligaciones que se encuentra en incumplimiento de pagos (default). Se utiliza cuando los pagos no se realizan en la fecha en que vencen, incluso antes del vencimiento de eventuales prórrogas o plazos de gracia, o cuando se ha solicitado el concurso o similar procedimiento de mercantil.

A las calificaciones que van de ‘AA’ a ‘CCC’ se les puede añadir un signo de más (+) o menos (-) para mostrar su posición relativa dentro de las principales categorías de calificación.

NR - Indica que no se le ha asignado ninguna calificación a la emisión.

Calificaciones de emisiones a corto plazo

S&P asigna calificaciones de corto plazo bien a las obligaciones de vencimiento inferior al año, bien para indicar la calidad crediticia de un en relación con las características de obligaciones de largo plazo que prevén un rescate anticipado a elección del comprador.

A-1 – Es esta la calificación más alta que S&P otorga a una obligación a corto plazo. Se otorga cuando la ACC concluye que el emisor tiene una fuerte capacidad para cumplir

con sus compromisos financieros. Si va acompañada del signo +, la capacidad es extremadamente fuerte.

A-2 – S&P concede esta calificación a las obligaciones a corto plazo que son un poco más susceptibles a los efectos adversos causados por cambios en sendas circunstancias y condiciones económicas. No obstante, la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sigue siendo satisfactoria.

A-3 – Las obligaciones con esta calificación presentan parámetros de protección adecuados, si bien el advenimiento de condiciones económicas adversas o circunstancias coyunturales puede debilitar la capacidad del emisor para cumplir los compromisos financieros contraídos sobre la obligación calificada.

En relación con *obligaciones especulativas*, S&P puede otorgar las siguientes calificaciones:

B - Características especulativas significativas. Pueden añadirse las cifras B-1, B-2 y B-3 para indicar ligeras variaciones dentro de esta misma categoría.

B-1 - Características especulativas significativas, si bien el emisor tiene una capacidad relativamente fuerte para cumplir sus obligaciones financieros al corto plazo.

B-2 - Características especulativas significativas, si bien el emisor mantiene una capacidad media en grado especulativo para cumplir con sus compromisos financieros en el corto plazo.

B-3 - Características especulativas significativas unido a que el emisor tiene una capacidad relativamente débil para cumplir con sus compromisos financieros en el corto plazo

C - Se otorga a las obligaciones de corto plazo consideradas efectiva y actualmente vulnerables a la posibilidad de incumplimiento de sus obligaciones de pago, dependiendo de la evolución de las condiciones del negocio, financieras, y económicas.

D – Calificación reservada para las obligaciones a corto plazo que se encuentran en situación de incumplimiento de pagos (default). Se utiliza cuando los pagos comprometidos sobre una obligación concreta no se han llevado a cabo al vencimiento, aun antes de la expiración de cualquier prórroga del plazo. Se atribuye también tras la solicitud de concurso o similar crisis para el caso de que los pagos de la obligación concreta se encuentren en riesgo de no poder ser garantizados. Incluso cuando el periodo de gracia aplicable no ha expirado. También se utiliza después de solicitar la petición de bancarrota o de realizar una acción similar si los pagos de una obligación se encuentran en riesgo de no ser cubiertos.

3. ESCALA DE FITCH

Fitch distingue igualmente entre Calificaciones Crediticias Nacionales a largo y corto plazo²⁹

Calificaciones Crediticias Nacionales a Largo Plazo

²⁹ Fuente:

<https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&contextIn=5&detail=507&detailIn=500>

AAA(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'AAA' indican la máxima calificación asignada por Fitch en la escala de calificación nacional de ese país. Esta calificación se asigna a emisores u obligaciones con la expectativa más baja de riesgo de incumplimiento en relación a todos los demás emisores u obligaciones en el mismo país.

AA(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'AA' denotan expectativas de muy bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. El riesgo de incumplimiento difiere sólo ligeramente del de los emisores u obligaciones con las más altas calificaciones del país.

A(xxx).- Las Calificaciones Nacionales “A” denotan expectativas de bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de pago oportuno en mayor grado que lo haría en el caso de los compromisos financieros dentro de una categoría de calificación superior.

BBB(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'BBB' indican un moderado riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, los cambios en las circunstancias o condiciones económicas son más probables que afecten la capacidad de pago oportuno que en el caso de los compromisos financieros que se encuentran en una categoría de calificación superior.

BB(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'BB' indican un elevado riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Dentro del contexto del país, el pago es hasta cierto punto incierto y la capacidad de pago oportuno resulta más vulnerable a los cambios económicos adversos a través del tiempo.

B(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'B' indican un riesgo de incumplimiento significativamente elevado en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Los compromisos financieros se están cumpliendo pero subsiste un limitado margen de seguridad y la capacidad de pago oportuno continuo está condicionada a un entorno económico y de negocio favorable y estable. En el caso de obligaciones individuales, esta calificación puede indicar obligaciones en problemas o en incumplimiento con un potencial de obtener recuperaciones extremadamente altas.

CCC(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'CCC' indican que el incumplimiento es una posibilidad real. La capacidad para cumplir con los compromisos financieros depende exclusivamente de condiciones económicas y de negocio favorables y estables.

CC(xxx).- Las Calificaciones Nacionales “CC” indican que el incumplimiento de alguna índole parece probable.

C(xxx).- Las Calificaciones Nacionales “C” indican que el incumplimiento es inminente.

RD(xxx).- Las Calificaciones Nacionales “RD” indican que en la opinión de Fitch Ratings el emisor ha experimentado un "incumplimiento restringido" o un incumplimiento de pago no subsanado de un bono, préstamo u otra obligación financiera material, aunque la entidad no está sometida a procedimientos de declaración de quiebra, administrativos, de liquidación u otros procesos formales de disolución, y no ha cesado de alguna otra manera sus actividades comerciales. Algunos ejemplos son:

- Incumplimiento selectivo de obligaciones en una clase o moneda específica;
- El vencimiento de cualquier período de gracia, plazo de subsanación o período de prórroga aplicable luego de un incumplimiento de pago en un préstamo bancario, instrumento cotizado en los mercados de capitales u otra obligación financiera material sin que dicha deuda haya sido cancelada;
- La extensión de múltiples exenciones o períodos de prórroga a raíz de un incumplimiento de pago en una o más obligaciones financieras materiales, ya sea en serie o paralelas; o
- Ejecución de un canje de deuda forzoso de una o más obligaciones financieras materiales.

D(xxx).- Las Calificaciones Nacionales “D” indican un emisor o instrumento en incumplimiento.

Calificaciones Crediticias Nacionales a Corto Plazo

F1(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'F1' indican la más fuerte capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. En la escala de Calificación Nacional de Fitch, esta calificación es asignada al más bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros en el mismo país. Cuando el perfil de liquidez es particularmente fuerte, un "+" es añadido a la calificación asignada.

F2(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'F2' indican una buena capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan grande como en el caso de las calificaciones más altas.

F3(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'F3' indican una capacidad adecuada de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, esta capacidad es más susceptible a cambios adversos en el corto plazo que la de los compromisos financieros en las categorías de calificación superiores.

B(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'B' indican una capacidad incierta de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Esta capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en las condiciones financieras y económicas de corto plazo.

C(xxx).- Las Calificaciones Nacionales 'C' indican una capacidad altamente incierta de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. La capacidad de cumplir con los compromisos financieros sólo depende de un entorno económico y de negocio favorable y estable.

RD(xxx).- Las calificaciones Nacionales 'RD' indican que una entidad ha incumplido en uno o más de sus compromisos financieros, aunque sigue cumpliendo otras obligaciones financieras. Esta categoría sólo es aplicable a calificaciones de entidades.

D(xxx).- Las Calificaciones Nacionales “D” indican un incumplimiento de pago actual o inminente.

C. ACC y modelización: la publicidad de los modelos

Para el éxito del objeto de la presente tesis resulta tan importante el control de la actividad de las ACC's como la bondad de sus resultados, habida cuenta que, hasta fechas recientes, el control de estas Agencias y, por ende, su exacción de responsabilidad, ha venido presidido en gran medida por el *compliance* o control de procedimientos. De ahí que el análisis de los modelos utilizados por las mismas, en este estadio de la tesis, resulte necesario para la debida prosecución de los principios, pautas y recomendaciones sobre un eventual control efectivo de las mismas.

Desde el punto de vista de las teorías epistemológicas, hablar de análisis requiere hablar de modelización, de modelos utilizados por los analistas, abstracción hecha de los difusos lindes entre epistemología y metodología científica. Ello nos lleva a una primera y pretendidamente sencilla cuestión: las ACC's ¿utilizan algún modelo? En caso de respuesta afirmativa, ¿cuál es, y qué pautas de acceso al mismo tiene el potencial cliente?

Algunos de los elementos/parámetros utilizados por las ACC's son cuantitativos, verbigracia PIB per cápita, y quedan claramente definidos cómo se utilizan para calcular los ratings. Sin embargo, muchos otros criterios de calificación son cualitativos, por ejemplo, los referidos a política, y por tanto, están sujetos a interpretaciones y subjetividad. Esta circunstancia queda patente en los estudios realizados por García³⁰ o

³⁰ GARCÍA, O. y RODRÍGUEZ, M. [2007]: «Simulación de las calificaciones de rating de la agencia S&P mediante redes neuronales artificiales y ratios financieros», XIX Congreso anual y XV Congreso Hispano Francés de AEDEM, 2.

de Andrés³¹ donde, mediante el uso de redes de neuronas para la clasificación de entidades emisoras de deuda, se comprobó que utilizando criterios puramente cuantitativos se obtienen unas calificaciones totalmente diferentes a las realizadas por las agencias.

Además, los modelos que utilizan las agencias recogen ciertas reglas interpretables que permiten a los analistas modificar las calificaciones distintos grados. Esta falta de objetividad es uno de los aspectos más criticables de los modelos que emplean las agencias para evaluar a sus clientes.

En la práctica, los cálculos de la probabilidad de insolvencia o ratio de insolvencia probable (default rating) intentan ser explicados por las distintas ACC's acudiendo a diversas fórmulas³², y diversos expertos concluyen en estudios pluridisciplinares la utilización, por las Agencias, de modelos no solo matemáticos, sino políticos, sociológicos, psicológicos, neuronales y psicológicos, a menudo basados en la predictibilidad de los comportamientos de los inversores, la introducción intencional de variables sociológicas y hasta el miedo a cambios sociopolíticos³³

³¹ DE ANDRES, J. (2003). Dos aplicaciones empíricas de las redes de neuronas artificiales a la clasificación y la predicción financiera en el mercado español. *Revista Asturiana de Economía*(28), 71-87; igualmente, -DE ANDRES, J; (2004). Utilización de redes de neuronas artificiales en la predicción de rendimientos bursátiles con una especificación multifactorial: evidencia empírica en la bolsa de Madrid. *Análisis Financiero*S. ISSN: 0210-2358.

³² Cfr, por todos, CANTOR, R. y HAMILTON, D.T., *Measuring Corporate Default Rates*. Special Comment. Ed. Moody's Investors' Service (Global Credit Research), New York, November 2006

³³ DE SOJO HERNANDEZ, A.A., SIERRA PAZOS, J. *e.a.*, "Las Agencias de Calificación Crediticia (las hijas de Elena: la triple A)", *Revista de Contabilidad y Tributación CEF*, núm. 356, Noviembre 2012, págs. 145-174

El punto 328 de las pautas (guidelines) sobre implementación, validación y evaluación de aproximaciones en materias de Medición avanzada (Advanced Measurement) y basada en ratings internos (Internal ratings Based)³⁴ del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) de 20 de enero de 2006 establece que cuando una institución usa diversos sistemas de rating caracterizados por filosofías distintas, se ha de poner cuidado en el uso de información, tanto para estimaciones como para asignaciones, que sea propia de otro sistema de rating con filosofía distinta. Un ejemplo es el uso de información de rating obtenida de las CRA's

D. Ámbitos y funcionamiento

La forzada incidencia que las recientes crisis económicas globales han tenido en la evolución más reciente de los modelos derivados de la inicial Teoría Moderna de Cartera de inversiones (*Modern Portfolio Theory o MPT*) iniciada por Markowitz en la década de los 50 y desarrollada a través del Capital Asset Pricing Model, o CAPM – Patrón de determinación de activos de capital-, ha obligado a un desarrollo y replanteamiento radical de las operaciones financieras en la dirección de la gestión de mercados especialmente volátiles y, por ello, eminentemente especulativos, objetivo actual de muchas instituciones gestoras de inversiones y valores. Los modelos clásicos de gestión de carteras como el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) no sólo han tenido que avanzar en la asimetría de las varianzas sino que, a fecha de hoy, modelos tan recientes como el VAR (*Value At Risk* o de cálculo previo de pérdidas máximas

³⁴ Guidelines on the implementation, validation and assessment of Advanced Measurement (AMA) and Internal Ratings Based (IRB) Approaches. Committee of European Banking Supervisors, January 20th, 2006.

esperadas) han tenido que adaptarse al cambio del propio concepto –y, sobre todo, extensión- de movimiento históricos de los activos, dado que los mismos se han multiplicado, cuantitativa y cualitativamente, en espacios de tiempo mucho más inferiores al intradía, llegando a nacer incontables variables a tener en cuenta por los operadores financieros en el espacio de segundos. Hasta tal punto que las actuales herramientas de las semivarianzas y los “*Lower Partial Moments*” (LPM), destinados a canalizar y prever en cierto modo las asimetrías entre pérdidas y ganancias, desde el punto de vista de las carteras diversificadas, son herramientas manejadas por todos los operadores, incluidas las ACC, en sus previsiones, de modo que los operadores financieros usan estas herramientas en sus carteras así como las ACC, en los operadores que analizan, cabiendo concluir que las Autoridades de control –especialmente la **Autoridad Europea de Valores y Mercados**- deberían hacer uso de estos mismos útiles en la elaboración, respectivamente, de evaluaciones e informes de control

i. Ámbito objetivo: solvencia, riesgo financiero, perfiles. Riesgo operacional y riesgo de mercado.

En principio, el objeto de la actividad de las ACC’s se “reduce” a algo tan parco gramaticalmente cual es la evaluación de la capacidad bien del emisor privado o público (issuer rating), bien de la emisión misma (issue rating) para hacer frente a sus obligaciones, llegado el vencimiento. *Id est*, una actividad de evaluación de solvencia plasmada en opiniones no vinculantes, si bien, como se irá viendo en la presente tesis, el legislador o la Administración legitimada para emitir normas han venido imponiendo en ocasiones la necesidad de obtener un determinado rating, de modo

que si bien la opinión de la ACC no es vinculante, el acudir a la misma se erige en mandato para, p.ej, acceder a determinados mercados, actividades o concursos. De esto, se insiste, se hablará en otro momento.

Del mismo modo, el objeto de la actividad de las ACCs no se reduce a “otorgar” (previa evaluación y decisión sobre el otorgamiento) las calificaciones. Una vez hecha la calificación, esta tiene un espectro vital y así puede mantenerse, revisarse, modificarse o, dado el caso, retirarse en los términos que se verán en el capítulo apropiado.

Sucintamente, se puede mantener que a su sola discreción (que no arbitrariamente) , cada ACC decide si asigna una Calificación Crediticia, pudiendo

- rechazar solicitudes específicas de Calificaciones Crediticias,
- rechazar asignar Calificaciones Crediticias a Emisiones posteriores, o
- retirar o suspender una Calificación Crediticia existente.

De conformidad con lo establecido por los requerimientos regulatorios en las jurisdicciones aplicables y por sus políticas y Criterios, las ACCs asignan y mantienen una concreta Calificación Crediticia si tiene suficiente información de calidad satisfactoria para una Calificación Crediticia. No se abstendrán de asignar o revisar una Calificación Crediticia con base en el potencial efecto (económico, político o de cualquier otra naturaleza) para sí, para un Emisor, un inversionista u otro participante del mercado. Igualmente, proceden a publicar la motivación (Fundamentación

económica) de la Calificación Crediticia dependiendo del interés del mercado o según lo requiera la regulación.

Del mismo modo, las ACCs pueden asignar Calificaciones Crediticias Confidenciales o Calificaciones Crediticias Privadas si han determinado no asignar una Calificación Crediticia No solicitada. En tal caso, tanto las Calificaciones Crediticias Confidenciales como las Calificaciones Crediticias Privadas están sujetas a restricciones sustanciales de distribución y publicación. Además, en ciertas jurisdicciones, las ACCs pueden limitar la disponibilidad de las Calificaciones Crediticias Privadas a) para algunos montos de Emisión; b) para un número específico de receptores, o b) a casos donde se cumplen ciertas condiciones regulatorias.

Las ACCs pueden asignar una calificación preliminar con base en información sujeta a finalización pero que de cualquier otra manera es consistente con la Política de Información Suficiente de la Agencia concreta. En tales casos, se procede a la asignación de las calificaciones cuando la ACC reciba la versión final de la información que usó para asignar la Calificación Crediticia preliminar.

En línea con sus otras políticas aplicables, incluyendo su Política de Protección de Información, las ACCs pueden asignar Calificaciones Crediticias No solicitadas cuando consideran que existe suficiente interés del mercado en la Entidad Calificada.

ii. Ámbito subjetivo: entidades e instrumentos financieros: la relación inversor-emisor-Agencia y el concepto estricto de partes del contrato de

rating. Calificación de deuda soberana. La adición del supervisor en la relación, a los efectos de la responsabilidad administrativa

Si bien la relación contractual entre emisor (público o privado) y Agencia de Calificación puede parecer sencilla, desde el punto de vista de la responsabilidad – tanto civil como administrativa- se solapan otros dos grupos de sujetos de la relación que, si bien *estricto senso* son ajenos al contrato de rating, ostentan una especial relación con solicitante y agencia: son los inversores afectados por la calificación, de una parte, y los supervisores, tanto nacional como internacional (especialmente, a los efectos de la presente tesis, la CNMV y la Agencia Europea de Valores y Mercados AEVM/ESMA , calificada como el Supervisor Europeo), de otra.

Examinaremos a estos sujetos someramente, habida cuenta que sobre los tres primeros ya se ha pronunciado reiterada doctrina³⁵, y que los distintos supervisores públicos son objeto de estudio en los capítulos que siguen, en su calidad de actores públicos susceptibles de incurrir en responsabilidad administrativa.

- a. Los emisores de los productos financieros pueden ser objeto de calificaciones solicitadas/contratadas por ellos o no solicitadas; retribuidas o gratuitas, y, una vez iniciado el proceso de calificación, pueden participar en el mismo o seguir éste sin su intervención. En el caso de las solicitadas la responsabilidad es esencialmente contractual. En el caso de las no

³⁵ Por todas, ROJO ALVAREZ-MANZANEDA, C, en “la responsabilidad civil de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de rating)”, Thomson reuters Aranzadi, 2013, pps.183 y ss.

solicitadas, entra en acción la responsabilidad extracontractual en caso de eventuales daños sufridos por calificaciones erróneas.

- b. Los Inversores son el eslabón más frágil de la cadena, y solo recientemente la realidad de las crisis económicas les ha ido habilitando con instrumentos jurídicos de exacción de responsabilidad frente a las ACCs, como se verá.
- c. Las Agencias como tales ya han sido examinadas y constituyen el núcleo de la presente tesis, y
- d. En lo atinente a los supervisores públicos, en su calidad de instituciones, órganos o agentes, son sujetos de responsabilidad ex art. 139 LRJAPyPAC y 340 TFUE, en los términos tratados en la presente tesis, como lógica consecuencia de la trasposición de los principios generales de responsabilidad de las administraciones públicas a aquellos entes tan especializados como los encargados del control de los actores financieros más relevantes³⁶

³⁶ Slaughter, A, *The accountability of government networks*. Indiana Journal of Global Studies 8/2, pp. 347 a 367

IV. Instrumentos normativos y transnacionalidad de las ACC: normativización y eficacia (enforcement): niveles internacional, nacional y europeo

A. A nivel Europeo:

Se ha de comenzar el presente capítulo poniendo de manifiesto que dada la enorme interconexión de los mercados financieros internacionales, la primera reacción para la reforma de la regulación financiera surgió desde los principales foros internacionales. De este modo, tras el impulso político de los líderes mundiales reunidos en Washington en noviembre de 2008 en torno al Grupo de los Veinte, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria acordó en diciembre de 2010 el «Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios» (conocido como Acuerdos de Basilea III), que tratando de evitar futuras crisis y mejorar la cooperación internacional, vino a reforzar significativamente las exigencias, cuantitativas y cualitativas, de capital de los bancos. Los ejes centrales de este acuerdo se trasformaron a finales de junio de este año 2013 en normativa armonizada de la Unión Europea, mediante dos instrumentos legales: el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012; y la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de servicios inversión, por la que se modifica

la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE. Estas normas europeas tienen, a su vez, un cometido y dimensión que sobrepasan la mera adopción de los Acuerdos de Basilea III, pues avanzan sustancialmente en la creación de una normativa bancaria única en materia de solvencia. Este ejercicio de armonización resulta imprescindible de cara a la constitución de la Unión Bancaria, que se apoyará firmemente en esta normativa financiera común, para la constitución de los mecanismos únicos de supervisión y resolución de entidades de créditos de la zona euro. De acuerdo con lo expuesto, a nivel europeo, los principales instrumentos normativos son los que siguen:

1. El Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y su modificación operada por el Reglamento (UE) 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011. La necesidad de promulgación de normas técnicas.
2. El Reglamento 1095/2010, de 24 de noviembre, del Parlamento Europeo, de reforma del 1060/2009 y creación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM/ESMA). Agencias internas y externas. La AEVM como responsable exclusivo del registro y supervisión de las ACC de la Unión. Normas técnicas y orientaciones no vinculantes sobre la aplicación del reglamento (CE) 1060/2009.

Sin perjuicio de su ulterior examen en ulteriores apartados de esta tesis, cabe incluir en este capítulo el Reglamento (UE) 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 331 de 15.12.2010, p. 84), habida cuenta de que, al crear y

desarrollar normativamente la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM/ESMA),

Es de resaltar la posibilidad de delegación que hace la ESMA en las autoridades nacionales y el mantenimiento de la responsabilidad de aquel como “supervisor del supervisor”. En concreto, el apartad 6 de la Exposición de Motivos establece taxativamente que “Where ESMA delegates specific tasks to competent authorities, ESMA should continue to be legally responsible”

3. El Reglamento 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo, y las competencias de registro y supervisión de las ACC.
4. Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias.
5. Los apremios de las Instituciones Europeas: la resolución de 8 de junio de 2011, del Parlamento Europeo, las reuniones informales del Ecofin de 30 de septiembre y 1 de octubre de 2010 y el Consejo Europeo de 23 de octubre de 2011.
6. Reglamento Delegado (UE) N° 446/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012 , por el que se completa el Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación

sobre el contenido y el formato de los informes periódicos sobre los datos relativos a las calificaciones que deberán presentar las agencias de calificación crediticia a la Autoridad Europea de Valores y Mercados(Texto pertinente a efectos del EEE) (DOUE de 30 de mayo de 2012)

7. Reglamento Delegado (UE) N° 447/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012 , por el que se completa el Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación aplicables a la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación crediticia (Texto pertinente a efectos del EEE) (DOUE de 30 de mayo de 2012)

8. Reglamento Delegado (UE) N° 448/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012 , por el que se completa el Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información que las agencias de calificación crediticia deberán comunicar a un registro central establecido por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (Texto pertinente a efectos del EEE) (DOUE de 30 de mayo de 2012)

9. Reglamento Delegado (UE) N° 449/2012, de la Comisión, de 21 de marzo de 2012 , por el que se completa el Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la normas técnicas de regulación relativas a la información que debe proporcionarse para el registro y la

certificación de las agencias de calificación crediticia(Texto pertinente a efectos del EEE) (DOUE de 30 de mayo de 2012).

10. El Dictamen del Banco Central Europeo de 2 de abril de 2012, sobre una propuesta de reglamento por el que se modifica el Reglamento (CE) número 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia y la propuesta de directiva que modifica la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM),
11. El Reglamento 462/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia

El reglamento 462/2013 complementa el marco regulador en vigor aplicable a estas agencias, fundamentalmente mediante tres mecanismos: la regulación de los conflictos de intereses inherentes al principio “el emisor paga”; información sobre los diversos instrumentos de financiación estructurada³⁷, y la estructuración del sistema de infracciones y sanciones de los nuevos arts. 35 y 36 respectivamente.

³⁷ La financiación estructurada consiste en agrupar activos para su venta a inversores que otorgan derechos sobre los flujos de efectivo respaldados por estos fondos de activos. Generalmente se emiten varias clases (o «tramos») de valores, cada una con perfiles de riesgo/rentabilidad diferentes (Banco de Pagos Internacionales - en inglés Bank for International Settlements o BIS-, 2005 a)

12. Reglamento Delegado (UE) 2015/1 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014 , por el que se completa el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la información periódica sobre los honorarios cobrados por las agencias de calificación a efectos de la supervisión permanente por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (DOUE de 6 de enero de 2015)
13. Reglamento Delegado (UE) 2015/2 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014 , por el que se completa el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información que las agencias de calificación crediticia comunican a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (DOUE de 6 de enero)
14. Reglamento Delegado (UE) 2015/3 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014 , por el que se completa el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos de información aplicables a los instrumentos de financiación estructurada (DOUE de 6 de enero de 2015)

B. La normativa norteamericana como modelo

Dentro de la normativa americana, cabe enumerar como relevantes en la materia las presentes:

1. La Ley de Transacciones Equitativas y Exhaustivas -Fair and Accurate Transactions Act ("FACTA" o "FACT Act")- de 2003
2. La Securities Exchange Act de 1934 (15 U.S.C. 78o–7(m))
3. La Credit Rating Agencies Act
4. La Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111- 203, H.R. 4173) y su rol esencial en el control actual de las ACC.

La Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act estableció un marco regulador comprensivo de la actuación de las ACC, acometiendo a la vez una serie de reformas sustanciales en leyes federales sobre la materia que habían permanecido largo tiempo intactas hasta que las convulsiones de las más recientes crisis económicas han forzado a modificar.

Cabe igualmente hacer alusión al papel de la jurisprudencia del Tribunal Supremo en la configuración de derecho norteamericano de las ACC y su trasposición positiva y

jurisprudencial, si bien las dos principales sentencias en la materia –que se examinarán– han sido dictadas por órganos jurisdiccionales de Australia (Nueva Gales del Sur)

C. Normativa española: la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia

La aplicación en España del reglamento 1060/2009 y la creación de la AEVM mediante el reglamento 1095/2010 hicieron necesario llevar a cabo determinados ajustes en el ordenamiento jurídico español que de un lado garantizaran la máxima seguridad jurídica en la aplicación del Reglamento (CE) n.º 1060/2009 y de otro otorgasen la misma certeza jurídica en cuantas actuaciones realizara en el futuro el supervisor español del mercado de valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en cumplimiento de la normativa comunitaria y, especialmente en colaboración con la entonces nueva Autoridad Europea. Así, en primer lugar, en esta ley se llevaron a cabo determinados ajustes necesarios en virtud del citado Reglamento (CE) n.º 1060/200:

Se especificó la obligación de determinadas entidades financieras de utilizar las calificaciones emitidas por agencias registradas o certificadas en virtud del Reglamento. En consecuencia, se recogían las obligaciones de las entidades de crédito a las que se refiere el

artículo 1.2 del Real Decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas, de las empresas de servicios de inversión a las que se refiere el artículo 62 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de los fondos de titulización hipotecaria a que se refiere el artículo 5 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria y de los depositarios de las instituciones de inversión colectiva, regulados en el Título V de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

En segundo lugar, la creación de la AEVM y la atribución a la misma de funciones supervisoras sobre agencias de calificación estableciendo un régimen supervisor común en la Unión Europea quedaría incompleto de no llevarse a cabo en los ordenamientos internos los ajustes necesarios para que los respectivos supervisores nacionales puedan colaborar con las funciones de la nueva autoridad europea, en orden a alcanzar la máxima eficacia e integración de la actividad supervisora europea sobre las agencias de calificación. En definitiva, con esta ley se pretendió dotar de la máxima seguridad jurídica a las previsiones del Reglamento (CE) n.º 1060/2009, al tiempo que se realizaban los ajustes jurídicos imprescindibles para facilitar la efectividad del futuro sistema supervisor europeo sobre agencias de calificación una vez comience a desempeñar sus tareas la nueva Autoridad europea.

V.La organización, y funcionamiento Interno de las ACC como base de responsabilidad frente a la responsabilidad por el resultado de la calificación

Una diferenciación habitual es la que se realiza entre la calificación *de grado de inversión* (IG, en sus siglas en inglés) y *las calificaciones inferiores a grado de inversión* (HY, en sus siglas en inglés). Según las calificaciones crediticias utilizadas normalmente en los mercados financieros, los instrumentos de financiación estructurada con calificación de grado de inversión son los que han recibido una calificación BBB o superior por parte de Standard & Poor's y de Fitch's Investors Service, y Baa u otra calificación mejor por Moody's Investors Service, mientras que los instrumentos con calificación inferior a grado de inversión tienen peores calificaciones³⁸

A. La esencial cuestión de la retribución de las ACC. Ratings solicitados y no solicitados. Los ratings no solicitados como fuente de reputación para la ACC. Calificaciones no solicitadas y responsabilidad extracontractual. La cuestión de la competencia desleal

³⁸ Criado, Sarai y Van Rixtel, Adrian, LA FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA Y LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS DE 2007-2008: INTRODUCCIÓN GENERAL, Documentos ocasionales, núm.808. Banco de España 2008.

a. Calificaciones solicitadas y no solicitadas (solicited vs. Unsolicited ratings) e imparcialidad. La necesaria divulgación de la política de calificaciones no solicitadas como instrumento de control teleológico de la actividad de las ACC

Una división esencial a los efectos de la presente tesis es aquella entre ratings solicitados y no solicitados. Ratings solicitados son aquellos que se encargan por emisores normalmente privados y se retribuyen por éstos como lógica consecuencia de la relación contractual subyacente calificación/honorarios. Calificaciones no solicitadas son aquellas que las ACCs llevan a cabo *motu proprio*, sin previa solicitud al efecto ni retribución, y constituyen para la ACC una fuente de reputación, captación de clientes y, es preciso decirlo, ejercicio de poder frente a los diversos entes territoriales, en el ejemplo más característico a fecha de hoy de la pugna de poderes entre corporaciones privadas sin base territorial y corporaciones públicas sustentadas en la territorialidad.

Los ratings no solicitados suelen tener por objeto principal la deuda soberana de los países, siendo revisados (y, en su caso, modificados al alza o a la baja) periódicamente.

b. Calificaciones soberanas solicitadas, relaciones contractuales con los diversos gobiernos y riesgos: el ejemplo del Ayuntamiento de Madrid tras las recientes elecciones municipales.

Como se ha expuesto en el apartado previo, normalmente solo la deuda soberana de los Estados es objeto de ratings no solicitados: las demás administraciones y entidades

públicas deben solicitar (y por ende, retribuir) las calificaciones de las ACCs a la deuda que emitan. Ello conlleva un riesgo, anejo a toda calificación, similar al de los conflictos de intereses y determinante por sus consecuencias para el erario público. ¿Qué ocurre si como consecuencia de un cambio de gobierno, una administración regional o local decide romper la relación contractual con la ACC que evalúa y califica la deuda que aquella emite?

En primer lugar, es inevitable que los inversores se planteen las razones subyacentes a toda decisión del poder público de abandonar la relación contractual con la ACC: el por qué un Ayuntamiento, por ejemplo, en un momento dado decide que no se califique más la deuda que emite. Ello repercute necesariamente en los inversores, pues se plantean si dicha decisión no viene motivada *de facto* por el miedo a una próxima revisión a la baja de la calificación de la deuda municipal por circunstancias negativas, tanto lícitas (aumento del déficit, endeudamiento creciente, decisiones político-económicas desacertadas....) como ilícitas (corrupción, irregularidades en contratos municipales....). De tal modo, se corre el riesgo de que los inversores dejen de invertir en dicha deuda, las sucesivas emisiones no se coloquen o reduzcan su cotización en los mercados y la calificación baje.

En segundo lugar, la reacción de las ACC a decisiones repentinas de extinguir la relación contractual es impredecible. De partida, no debiera producir otra que eventuales acciones de reclamación de cantidades indebidas, indemnizaciones por finalización anticipada de la relación contractual... de facto, pueden existir otras reacciones. Por lo pronto, la mayoría de los fondos de inversión no invierten en

deuda pública que no esté calificada., perdiéndose así a los mayores inversores, con las consecuencias nocivas derivadas para la refinanciación de la deuda.

Actualmente venimos de asistir a la decisión del Ayuntamiento de Madrid de resolver los contrato de calificación de deuda municipal que venía manteniendo con Standard & Poor's y Fitch desde el 2002, con unos honorarios anuales aproximados de 120.000 euros. Hasta el momento, la calificación de la deuda pública madrileña es positiva, si bien S&P mantuvo en septiembre su baja nota para la deuda del Ayuntamiento (BBB/A-2) pero rebajó la perspectiva de estable a negativa, a raíz de la incertidumbre sobre las consecuencias de la Auditoría de la Deuda que el Consistorio comenzó en septiembre de 2015. En dicho informe, S&P admitía que el Ayuntamiento contaba con una sólida posición de liquidez y cumplía con los compromisos de amortización de la deuda. En concreto decía que "Bajo nuestro escenario de caso base para 2015-2017, anticipamos que Madrid continuará registrando buenos resultados presupuestarios que le permitirá atender a su deuda sin tener que recurrir a nuevo endeudamiento", dijo S&P.

En lo atinente a Fitch, el 25 de septiembre de 2015 mantuvo su calificación en BBB+ con perspectiva (Outlook) estable³⁹.

Las consecuencias de esta decisión municipal al cierre de la presente tesis no se han manifestado más allá de opiniones de expertos financieros, pero es desgraciadamente de esperar que conlleve consecuencias aciagas para la cotización de la deuda pública madrileña en los mercados secundarios, como consecuencia de la huida de los fondos de inversión, que no suelen invertir en deuda no calificada, y de los miedos de los

³⁹ Fuente <https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/pressrelease?id=991376>

pequeños y medianos inversores, con posibilidad de migrar sus inversiones hacia títulos calificados y de mayor espectro territorial, refugiándose quizás en la mayor seguridad de la deuda estatal, siempre calificada.

c. Calificaciones no solicitadas y responsabilidad extracontractual.-

Si una calificación es emitida y divulgada sin solicitarlo el emisor del producto concreto, es obvio que se pueden producir daños directamente derivados, en su caso, de una calificación errónea, tanto deliberada como negligentemente.

B. Estructura y organización de las Agencias de calificación crediticia

Para el ejercicio, compliance y control de su actividad, las ACCs comparten una estructura y organización común basada en

- a) Un personal con formación, funciones y responsabilidad minuciosamente determinadas y separadas
- b) Unos órganos colegiados con la función de examinar, aprobar y elevar las propuestas de los expertos y grupos de trabajo, convirtiendo las propuestas individuales en asunciones del colectivo a los efectos, i.a., de diluir las responsabilidades, y
- c) Un departamento encargado del compliance

Siguiendo el esquema de Moody's, podemos distinguir entre tipos de empleados y estructura organizacional:

Tipos de empleados:

Analista es un empleado cuya función principal es la participación en el proceso de análisis de la Calificación Crediticia.

2. DCO se refiere a la persona elegida por MIS, como su Funcionario de Normatividad Designado a nivel mundial.

3. Empleado es cualquier individuo que trabaje para MIS bajo cualquier modalidad.

4. Gerencia o Gerentes son aquellos Empleados que tienen responsabilidad de dirección de personal.

Estructura Organizacional

1. El Departamento de Normatividad de MIS es el departamento que se encarga de evaluar el cumplimiento por parte de MIS y de sus Empleados de las políticas y procedimientos descritos en este Código.

2. El Grupo de Políticas de Crédito es un grupo interno y diferente de las líneas de negocios, que es responsable principalmente de calificar diversas clases de Emisores y obligaciones. El Grupo de Políticas de Crédito es supervisado por el Director de Crédito, quien reporta directamente al Director General y al Director de Operaciones de MIS y reporta trimestralmente al Consejo de Administración de MCO. El Grupo de Políticas de Crédito es responsable de conducir investigaciones sobre el desempeño de las Calificaciones Crediticias de MIS, de revisar y aprobar metodologías y modelos y de

supervisar diversos comités de crédito internos que formulan políticas y prácticas de calificación de alto rango para cada uno de los grupos de calificación.

3. La sigla MCO hace referencia a la empresa Moody's Corporation y es la casa matriz de MIS y todas las empresas subsidiarias de MCO, e incluye el grupo de empresas comprendido por MIS.

C. Procesos de calificación. Un ejemplo aplicado a operaciones estructuradas: modelo de calificación de RMBS (Residential Mortgage-Backed Security).

El reglamento 1060/2009 es claro en su artículo 8 cuando exige que

“1. las agencias de calificación crediticia harán públicos los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales que utilicen en sus actividades de calificación crediticia, tal como se definen en el anexo I, sección E, parte I, punto 5.

2. Las agencias de calificación crediticia adoptarán, aplicarán y harán cumplir medidas adecuadas para velar por que las calificaciones crediticias que emitan se basen en un análisis completo de toda la información de que dispongan y que sea pertinente para su análisis con arreglo a sus métodos de calificación. Adoptarán cuantas medidas resulten necesarias para que la información que utilicen a efectos de la asignación de una calificación crediticia sea de suficiente calidad y provenga de fuentes fiables.

3. Las agencias de calificación crediticia emplearán métodos de calificación que sean rigurosos, sistemáticos, continuados y que puedan ser validados a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva”.

Examinaremos el modelo utilizado por la propia IOSCO en la redacción final de su informe sobre el papel de la ACC's en los mercados financieros estructurados⁴⁰, basado en la calificación de un RMBS. En palabras de Fitch⁴¹, “el proceso de calificación de este tipo de operaciones estructuradas supone la evaluación de tres aspectos fundamentales del riesgo de crédito de las hipotecas: la calidad del colateral, la estructura financiera de la emisión y la separación legal del emisor. Además, se efectúan revisiones in situ de los originadores y administradores (servicers) de préstamos hipotecarios, y mantiene bajo seguimiento cada transacción calificada”.

El sponsor normalmente comienza el proceso de calificación del RMBS enviando a la ACC información sobre un paquete de préstamos (respectivamente, cantidad del principal, localización, historia de crédito del prestatario, relación préstamo- valor, y tipo de préstamo: primer derecho de retención, segundo derecho de retención, vivienda habitual, segunda vivienda) y la estructura de capital del fondo que se propone. La ACC designa un analista principal, responsable de analizar el paquete de préstamos así como la estructura capital propuesta; analista que formula las recomendaciones de calificación a un comité de calificación. Dicho analista confecciona en primer lugar predicciones

⁴⁰ THE ROLE OF CREDIT RATING AGENCIES IN STRUCTURED FINANCE MARKETS. Informe final del Comité técnico de IOSCO. Mayo 2008, accessible a través de

⁴¹ <http://www.fitchratings.com.ar/presentaciones.php?sector=5>

basadas en modelos así como otros factores, tales como el número de préstamos integrados en el paquete colateral con probabilidades de morosidad bajo presiones de gravedad variable. Éste análisis también incluye asunciones relativas a porcentaje del principal prestado que podría recobrase después de que un préstamo impagado es ejecutado. El objeto de dicho análisis de pérdidas será determinar el refuerzo con respaldo de crédito (credit enhancement) que un determinado tramo de valor (tranche security) precisaría para conseguir una calificación concreta. Así, se articula un escenario de máxima presión económica para determinar el respaldo crediticio que se precisaría para conseguir una calificación AAA. Tal simulación podría resultar en que, en el peor de los casos, el 40% del patrimonio integrante del paquete de activos de garantía (colateral) se perdería, y que tras los procedimientos aplicables, el fondo (trust) sólo podría recuperar un 50% del principal de cada préstamo ejecutado. En consecuencia, para poder conseguir una calificación AAA, un fondo de activos “colateralizado” por el paquete examen precisaría un nivel de refuerzo del crédito (credit enhancement) de al menos un 20% (40% por ciento de pérdida del patrimonio multiplicado por 0,5 -50%- de cantidad recuperable en caso de ejecución). En otras palabras, todo tramo por debajo de la calificación AAA precisaría ser delimitados/perfilados/sized de modo tal que permitiera incurrir en una pérdida del 20% del capital total de los activos de garantía antes de adjudicar cualquier pérdida al tramo AAA.

En un test subsiguiente, se sometería a paquete al escenario de gravedad inmediatamente inferior al peor posible (previamente examinado) para determinar la cantidad en que se debe mejorar o reforzar el crédito del tramo AA, y así sucesivamente descendiendo por la estructura capital. El tramo inferior (normalmente BB o B) se

analiza en el marco de un escenario de mercado benigno. En consecuencia el nivel de mejora crediticia que requerirá dicho tramo –el trust equity- equivaldrá a la pérdida que se esperaría en un escenario ausente de presiones económicas. Algunas ACC someten dichas previsiones o necesidades de refuerzo crediticio a un "Comité de pérdidas", cuya función es la de aprobar las presunciones confeccionadas por el analista antes de que éste continúe con ulteriores operaciones de calificación.

Tras haber determinado el nivel de refuerzo de crédito exigible por cada categoría de la calificación, el analista procederá en esta segunda fase a cotejar la estructura de capital propuesta por el esponsor con las exigencias de refuerzo crediticio elaboradas en la primera fase. Tal modo, si el nivel superior requiriera un refuerzo crediticio de 20% para recibir una calificación AAA, pero sólo llega a 18% con la estructura de capital propuesta, el analista comunicara al cliente que dicha clase o tramo superior sólo recibirá la calificación AA, en cuyo caso el cliente podrá, o bien a) aceptar lo expuesto y lanzar los valores al mercado con estructura de capital propuesta, o bien b) modificar la estructura de capital para aportar el respaldo crediticio restante, precisó para obtener la calificación AAA, como en este caso un 2% adicional que puede obtener trasladándolo de la cantidad de principal de un tramo (tranche) superior a un tramo inferior. Alternativa y obviamente, el cliente puede también optar por entrar a calificación a otra ACC en esperanza de que esta segunda sea más "benévola" en cuyo caso los contratos de calificación suelen prever el pago de indemnización por resolución (la llamada "break-up fee").

Una vez que la estructura ha sido diseñada, en su caso modificada y acordada definitivamente por el esposo, el analista hace análisis de cash flow tanto del principal

como los intereses que llegarían al trust desde el paquete de activos de garantía para determinar si aquellos serán suficientes para pagar principal e intereses que resultaren a deber en cada tramo de dicho trust. El analista también revisará los documentos legales atinentes a la transacción para comprobar, inter alia, que la estructura jerárquica del traste en los términos en que está documentada es compatible con estructura propuesta por el cliente. Si el cash flow es suficiente y la documentación legal es correcta, el analista confecciona una recomendación de calificación final para cada tramo examinado. Recomendaciones estas que son llevadas a un comité de calificación que las aprueba o las afina, tras lo cual el cliente notificado de las sesiones finales en materia de clasificaciones, decidiendo entonces si decide publicar o no las mismas. La ACC sólo retribuida si emite la calificación, si bien a veces se prevén contractualmente cantidades por resolución temprana de contrato en caso de que la calificación no sea emitida.

Normalmente, tras la emisión de una calificación inicial, la ACC continúa monitorizar la misma, se trate de RMBS's o de calificación corporativas. En este último caso, la supervisión continuada por parte de la ACC por la importancia de que se den cambios en los factores tenidos en su día en cuenta para cuantificar las posibilidades de impago (coyuntura económica, éxito de líneas de producción...). En lo atinente a los RMBS's, se suelen incluir como factores de cambio los propios cambios de los fondos (por ejemplo, algunas hipotecas inicialmente integradas en los mismos pueden salir y ser sustituidas por otras, en caso de amortización temprana).

Algunas ACC recurren equipos distintos y supervisión, integrados por analistas y miembros del Comité distintos a los que emitieron la calificación inicial, para proveerse de una nueva perspectiva y eludir posibles fricciones que podrían surgir como resultado

de una eventual vinculación de los miembros a mantener como definitivas sus calificaciones iniciales.

En lo atinente a los procesos de calificación de las tres grandes, los examinaremos sucintamente, teniendo en mente la diferencia entre *procesos de calificación*, (evolución secuencial y cronológico), *metodologías de calificación*, (instrumental y técnico) y metodologías de publicación

1. MOODYS

Para Moody's, la obtención de un rating consiste en un “diálogo activo”⁴² y permanente entre emisor y analistas, basado en diálogo abierto sobre las opiniones, procesos y conclusiones de la ACC. Una vez emitidos, los ratings son examinados y actualizados continuamente a través de diálogos y reuniones periódicas en las que el emisor puede formular las dudas que tenga y presentar todo el material que estime pertinente para el análisis.

El proceso de calificación de Moody's comienza con una calificación inicial y se abre, a su vez, con una reunión de presentación. Los analistas explican al cliente los procedimientos de Moody's y le comentan la información que precisarán para tener una idea clara de su organización (Dicha información suele estar disponible a nivel interno y no difiere mucho del tipo de información que presenta a la alta dirección).

⁴² V.g., https://www.moodys.com/pages/default_es.aspx

Esta reunión inicial suele celebrarse en las oficinas centrales de la organización y suele durar o un día entero, incluyendo visitas a instalaciones. Por ejemplo, en el caso de una empresa industrial, la ACC tiende a centrarse en las siguientes cuestiones:

- Origen e historia del grupo y de la entidad específica que emitirá la deuda.
- Estrategia y filosofía corporativas, normalmente expuesta por el Consejero Delegado, el Director Financiero o ambos.
- Análisis completo del riesgo de negocio, que incluye un análisis de la industria, posición competitiva, ciclos y estacionalidad, vulnerabilidad a cambios tecnológicos, y marco regulatorio.
- Análisis a fondo del riesgo financiero de la compañía, i.e.: 1) estabilidad y previsibilidad de la generación de recursos y la capacidad para atender el servicio de la deuda; 2) desarrollo y perspectiva del margen operativo; 3) estructura de costes y la capacidad para crear eficiencias, y 4) análisis del balance de situación desde el punto de vista del endeudamiento, estructura de vencimientos y volumen. Dicho análisis, de naturaleza prospectiva, incluye el examen de las proyecciones financieras para los próximos tres ejercicios.
- Análisis del equipo directivo, tanto en términos de su visión estratégica del futuro de la compañía, como de su historial y capacidad para ejecutar con éxito esa estrategia.

Decisión de rating del comité

Tras la reunión de calificación, y una vez aclaradas todas las cuestiones pendientes, el analista formula una recomendación a un comité de calificación. Este comité suele estar

integrado por los especialistas de la industria correspondiente, el Director General del país y otros especialistas de crédito que aporten valor al comité de calificación.

Calendario del proceso de calificación

Habitualmente, la totalidad del proceso de calificación, desde el inicio de la reunión de calificación y hasta el anuncio público del rating, dura aproximadamente 90 días, dependiendo de las necesidades de financiación de cada empresa.

Difusión del rating

Una vez que el comité de calificación haya tomado una decisión, se informará al emisor del rating y de la motivación del mismo. Si decide seguir adelante, el nuevo rating se distribuye mediante notas de prensa simultáneamente a los principales medios de comunicación financieros del mundo (Moody's suele publicar sus calificaciones antes de la venta de cada emisión de modo que los inversores puedan utilizarlas en sus decisiones de compra). Aparecerá igualmente en el sitio web de Moody's y en varias de sus publicaciones una descripción detallada de la empresa, el razonamiento del rating y la emisión específica calificada.

Moody's resalta la importancia de que el emisor goza de plena libertad para decidir si quiere hacer pública su calificación, a raíz de la naturaleza confidencial de la relación cliente-ACC.

2. STANDARD& POORS

S&p sigue un proceso de calificación similar al de sus competidores⁴³. El proceso de asignación de una calificación crediticia de S&P comienza habitualmente con una solicitud de calificación de parte del Emisor, partiendo del principio de que solo se procede a la calificación cuando, en opinión de la ACC, existe información adecuada para formar una opinión creíble sobre la calidad crediticia, de manera consistente con su Política de Información y Datos para Calificaciones Crediticias y sólo después de realizar los análisis cuantitativos, cualitativos y legales correspondientes. A través de todo el proceso de calificación y vigilancia, el equipo analítico revisa información de diversas fuentes públicas y no públicas.

Para las Calificaciones Crediticias de empresas, gobiernos, instituciones financieras, y aseguradoras (a las que nos referimos en conjunto como “C&G”), el análisis generalmente incluye información financiera histórica y proyectada, información económica y/o de la industria, análisis comparativos, y detalles de los financiamientos planeados. Para las Calificaciones Crediticias de financiamiento estructurado, el análisis normalmente cubre la calidad crediticia de los activos bursatilizados, una revisión del marco legal y regulatorio aplicable para determinar si dichos activos han sido apropiadamente aislados de los riesgos de quiebra e insolvencia de los participantes en la transacción, la mecánica de la estructura de pago y del flujo de efectivo, los riesgos operativos y administrativos de los principales participantes, la exposición al riesgo de contraparte, y el desempeño histórico de la información en relación a los activos subyacentes (y/o activos con características similares), de ser aplicable. Nuestras

⁴³ Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia al 28 de febrero de 2013

consideraciones cualitativas para las nuevas transacciones en general consideran las fortalezas y debilidades de los originadores de los activos y de otros participantes principales en la transacción. Comúnmente empleamos modelos cuantitativos en nuestros análisis, en conjunto con una evaluación cualitativa de los factores de riesgo y mitigantes.

Esta ACC generalmente recibe datos y otra información de los emisores y de sus agentes y asesores, así como de otras fuentes. Además, numerosos proveedores de servicios de información le venden o proporcionan datos⁴⁴ que pueden usarse en diversos aspectos del proceso de calificación, incluyendo datos disponibles al público compilados por terceros⁴⁵. La información adquirida incluye noticias económicas y de empresas, información sobre nuevos financiamientos, sobre incumplimientos y concursos mercantiles, datos de desempeño para transacciones de financiamiento estructurado, precios de instrumentos e información obtenida de los registros regulatorios.

Standard & Poor's asigna una Calificación Crediticia solamente cuando, en su opinión, existe información de calidad satisfactoria para conformar una opinión creíble sobre la calidad crediticia. En particular, consistente con su Política de Información y Datos para Calificaciones Crediticias, no debiera asignar o mantener una Calificación Crediticia si considera que la información disponible no es confiable. Aunque, consistente con esa política, en algunos casos podría obtener información adicional respecto a la información proporcionada por diversas partes, Standard & Poor's Ratings Services no

⁴⁴ Lo cual puede erigirse igualmente en fuente de responsabilidad, si bien a nivel subsidiario y por repetición (N.del A.)

⁴⁵ Misma observación que la previa, en relación esta vez con el outsourcing de recopilación de datos para emisión de ratings.

realiza una auditoría y tampoco verifica de manera independiente la información que recibe.

Para las Calificaciones Crediticias de Corporaciones y Gobiernos (C&G), Standard & Poor's emplea principalmente análisis crediticio fundamental, complementado en su caso con modelos cuantitativos, conforme a sus Criterios. La reunión con la administración de la entidad es normalmente una parte del proceso de calificación. Los miembros del equipo analítico de S&P se reúnen generalmente con la administración para revisar los factores clave que podrían tener impacto sobre la Calificación Crediticia, incluyendo los planes operativos y financieros, así como las políticas de administración. Estas reuniones permiten a los Analistas llevar a cabo su evaluación de la administración y de la estrategia corporativa, factores cualitativos que generalmente se incorporan a las Acciones de Calificación Crediticia.

(Cumple resaltar que existe una *Política de Reuniones con la Administración*, una suerte de protocolo en relación con las reuniones ACC/Administración solicitante).

Las Calificaciones Crediticias de S&P se determinan colegiadamente mediante la votación de un Comité de Calificación, no por un Analista individual. Sin embargo, bajo ciertas circunstancias se pueden asignar Calificaciones Crediticias que se derivan todo o en parte de otras Calificaciones Crediticias. A este respecto y bajo ciertas circunstancias, un Empleado puede aplicar una Calificación Crediticia de Emisión o de Emisor de una entidad (previamente determinada por un Comité de Calificación) a otro Emisor y/o Emisión (es decir, una Acción de Calificación Vinculante).

El proceso del Comité de Calificación es primordial para la calidad analítica, existiendo una *Política del Comité de Calificación*. El Comité de Calificación está formado por analistas que cuentan colectivamente con el conocimiento y experiencia para desarrollar y dar seguimiento a una Calificación Crediticia para cada tipo de Entidad Calificada. En la reunión del Comité de Calificación, se presenta y aborda la información pertinente así como la Recomendación de Calificación. Posteriormente, el Comité de Calificación vota sobre la Recomendación de Calificación y llega a una Decisión de Calificación.

El Presidente del Comité de Calificación se asegura de que dicho comité:

- (a) esté constituido de manera apropiada,
- (b) aplique adecuadamente los Criterios de Ratings Services,
- (c) revise toda la información y materiales correspondientes,
- (d) cumpla con lo establecido en el *Código de Conducta*, y con las políticas, lineamientos y procedimientos relacionados, y
- (e) alcance una Decisión de Calificación, en ausencia de circunstancias excepcionales.

Una vez que el Comité de Calificación alcanza una Decisión de Calificación, se notifica al Emisor la Decisión de Calificación y las principales consideraciones que la respaldan. Después de notificar al Emisor, Standard & Poor's Ratings Services publica la Calificación Crediticia y la distribuye a los medios de comunicación, excepto en caso de que se trate de Calificaciones Crediticias Privadas y Confidenciales. S&P puede, a manera de cortesía o cuando le sea requerido por las regulaciones aplicables, adelantar una copia de su motivación de la Calificación Crediticia al Emisor a fin de evitar errores fácticos y la difusión no intencional de Información.

Standard & Poor's Ratings Services puede aceptar la solicitud de un Emisor para apelar una Decisión de Calificación, siempre que presente información nueva que sea significativa. (Véase la *Política de Apelación*). Cuando esto sucede, se vuelve a convocar un Comité de Calificación para revisar la información adicional y votar. El Comité de Calificación puede mantener su Decisión de Calificación original o llegar a una nueva Decisión de Calificación.

Publicado el rating, S&P mantiene un proceso de vigilancia constante y al menos anual de sus Calificaciones Crediticias vigentes (excluyendo las Calificaciones Crediticias *point in time* –vigentes sólo el día de su asignación-). La frecuencia, oportunidad y extensión de la vigilancia son dinámicas y reflejan, entre otros aspectos, los siguientes factores:

- (a) la frecuencia y disponibilidad pública de los reportes financieros y regulatorios;
- (b) la frecuencia y disponibilidad de la información sobre el desempeño de la transacción específica;
- (c) la disponibilidad de información nueva derivada de diversas fuentes, que es relevante para la calidad crediticia;
- (d) la ocurrencia de cambios importantes que pudieran tener impacto sobre una Calificación Crediticia,
- (e) el impacto de los cambios en las condiciones macroeconómicas o de los mercados financieros, y
- (f) consideraciones y expectativas específicas sobre el riesgo, relativas a una emisión o emisor calificado o a un grupo o clase de emisiones o emisores calificados.

Para las calificaciones de C&G, S&P programa reuniones periódicas con la administración de las entidades como parte del proceso permanente de vigilancia. Dichas reuniones permiten a los Analistas estar informados sobre los cambios en los planes de la Entidad Calificada y analizar los nuevos acontecimientos, el desempeño con relación a las expectativas previas, y otras áreas pertinentes para nuestro análisis. Para las Calificaciones Crediticias de financiamiento estructurado, como parte del proceso de vigilancia, los Analistas dan seguimiento a los datos de desempeño y a otra información relevante que incluye, por ejemplo, los cambios en el desempeño de los activos, en el respaldo crediticio de la transacción y en las calificaciones de los proveedores de dicho respaldo.

En general, para las Calificaciones Crediticias de C&G se aplican los mismos principios para determinar las calificaciones iniciales y al realizar la vigilancia de las Calificaciones Crediticias. Sin embargo, los procesos y modelos de vigilancia de financiamiento estructurado podrían diferir de los aplicados a las Calificaciones Crediticias iniciales. Mientras que los procesos de calificación inicial de una nueva Emisión se enfocan en la evaluación de los incumplimientos potenciales y de las pérdidas para una cartera subyacente de activos dada durante el plazo del instrumento, el proceso de vigilancia considera el desempeño real exhibido y evalúa las pérdidas potenciales en comparación con el respaldo crediticio existente. Además, las diferencias en el proceso entre la calificación de una nueva Emisión y la vigilancia podrían atribuirse a la disponibilidad de información pertinente usada en el análisis.

Los Criterios de Calificación Crediticia constituyen el marco con base en el cual se aplica el juicio analítico al conjunto específico de información de cada calificación asignada. Los Criterios existentes se mantienen en vigor hasta que son reemplazados por nuevos Criterios o expresamente retirados. Los cambios en los Criterios y modelos para la determinación de las Calificaciones Crediticias iniciales generalmente se aplican, dentro de un plazo razonable, de acuerdo con los requerimientos regulatorios aplicables, a las Calificaciones Crediticias existentes, tomando en consideración factores tales como el número de calificaciones que tendrán un impacto, la complejidad de los procedimientos y metodologías usados para determinar las Calificaciones Crediticias, y los tipos de instrumentos que se están calificando. Para las Calificaciones Crediticias de financiamiento estructurado, algunos cambios en los modelos y Criterios para determinar las Calificaciones Crediticias iniciales podrían no aplicar a las Calificaciones Crediticias existentes cuando no se consideran importantes los cambios en los supuestos de las Calificaciones Crediticias iniciales para el análisis de vigilancia, ya que el proceso de vigilancia se enfoca en el desempeño real del activo subyacente.

Generalmente, las Calificaciones Crediticias de C&G se revisan al menos cada 12 meses. Para las Calificaciones Crediticias de Financiamiento Estructurado, la vigilancia normalmente se refiere al monitoreo y evaluación del desempeño de la morosidad y pérdida, analizando los niveles actuales de respaldo crediticio, evaluando el impacto de modificaciones y de Acciones de Calificación Crediticia relacionadas con los proveedores de respaldo crediticio y aplicando procedimientos analíticos cuantitativos y cualitativos. Como resultado del proceso de vigilancia, en ocasiones resulta claro que las condiciones cambiantes requieren la reconsideración de una Calificación Crediticia vigente, lo que podría llevar a convocar un Comité de Calificación para considerar la

colocación de las calificaciones en el listado de Revisión Especial (*CreditWatch*) u otra Acción de Calificación Crediticia.

Una vez que la calificación es pública, Standard & Poor's Ratings Services difunde todas las Acciones de Calificación Crediticia subsiguientes, en general con una breve explicación. Dependiendo de nuestra estimación sobre el interés del mercado en la Calificación Crediticia, podríamos publicar reportes al concluir las revisiones de la Calificación Crediticia en las que se confirma dicha Calificación Crediticia.

La retirada de calificación tienen lugar habitualmente cuando las obligaciones calificadas son totalmente pagadas. Standard & Poor's Ratings Services también puede retirar o suspender una Calificación Crediticia en cualquier momento a su sola discreción. Tal acción puede tomarse debido, entre otras razones a, (a) la petición del emisor, (b) como resultado de la fusión o consolidación de un Emisor, (c) por falta de información o de información de calidad satisfactoria sobre la Entidad Calificada, (d) debido a la falta de pago de los honorarios de Standard & Poor's Ratings Services, o (e) si el mercado no tiene suficiente interés en la Calificación Crediticia o por "otras razones de negocio" (concepto este altamente subjetivo que introduce un elemento de discrecionalidad que debiera ser controlable por el supervisor). S&P puede igualmente cambiar una Calificación Crediticia y publicar dicho cambio antes de retirarla, si considera que la Calificación Crediticia pública conduce o podría conducir a error con base en la información actual. Standard & Poor's también puede suspender una Calificación Crediticia en cualquier momento a su sola discreción (este apunte final permite a la ACC la suspensión discrecional, lo que debiera incluir una motivación mínima en el informe de suspensión).

3. FITCH

Finalmente, y con respecto al proceso de calificación de Fitch⁴⁶, sus opiniones crediticias tienen la intención de ser prospectivas y de incorporar expectativas sobre el comportamiento crediticio en distintos escenarios, de acuerdo a un Código de Conducta. Fitch cumple con procedimientos estandarizados para realizar sus análisis y llevar a cabo comités de calificación. Los procedimientos podrían variar cuando se asignan otro tipo de calificaciones que no reflejan una opinión sobre la calidad crediticia, incluyendo, por ejemplo, evaluaciones de sociedades administradoras de activos, fondos de inversión, administradoras de servicio de deuda, riesgo operacional, entre otras.

Contacto Inicial: El proceso de calificación inicia cuando un emisor, estructurador o colocador de una emisión, contacta a un miembro del grupo de Administración de Relaciones de Negocios de Fitch con una propuesta de transacción. Alternativamente, Fitch podría asignar una calificación en caso que exista suficiente información pública de una entidad sobre la cual Fitch considere útil para sus suscriptores o el mercado la asignación de una calificación.

Información Suficiente y Robusta: La información debe cumplir con estas condiciones para lograr formar una opinión sobre la solvencia de un emisor, entidad o transacción. Si Fitch considera que dicha información, ya sea pública o privada, es insuficiente para

⁴⁶ Por todos,

<http://www.fitchca.com/DocumentosWeb/Proceso%20de%20Calificaci%C3%B3n%20Fitch%20Centroamerica.pdf>

lograr una opinión de calificación, la agencia no emitirá ni mantendrá ninguna calificación.

El análisis y las decisiones de calificación de Fitch se basan en información de fuentes conocidas por Fitch, y considerada relevante para la decisión de calificación. La información se obtiene tanto del emisor como de fuentes de información públicas, e incluye estados financieros, reportes presentados al ente regulador e informes económicos y de industria. El proceso de calificación también puede incorporar información de otras fuentes externas. Adicionalmente, el proceso de calificación podría incorporar información y hallazgos del analista en el transcurso de su interacción con otras entidades en el sector de especialidad. La información recopilada por un grupo analítico podría ser compartida internamente con otro grupo dentro de la agencia, toda vez sea relevante hacerlo.

En cuanto al proceso de calificación estricto senso, en su inicio cada emisor o transacción calificada es asignada a un analista primario, quien trabaja con el apoyo de un analista secundario. El analista primario es responsable de liderar el análisis y desarrollar una recomendación de calificación. Los analistas primarios son también usualmente responsables del monitoreo constante de la calificación. Los analistas de Fitch provienen de una variedad de contextos, siendo la mayoría provenientes de las áreas de crédito de bancos, aseguradoras, casas de bolsa y departamentos financieros de compañías.

Los análisis de Fitch son realizados de forma consistente con los criterios y metodologías establecidas. Por lo tanto, los analistas y miembros de comités de

calificación están obligados a ponderar todos los factores relevantes, cuantitativos y cualitativos, tal y como se definen en las metodologías utilizadas por Fitch, rotando periódicamente a los analistas asignados a un emisor o emisión determinada. Los analistas de Fitch cubren periodos máximos especificados como analistas primarios y secundarios. Generalmente, los analistas primarios no deberán exceder 4 años consecutivos de seguimiento de un emisor; por su parte, los analistas secundarios no deberán exceder 5 años consecutivos, o lo que establezca la regulación local al respecto.

En cuanto a la información que se utiliza para para determinar una Calificación, cumple decir que el análisis y las decisiones de calificación de Fitch frecuentemente incorporan información obtenida bien del propio emisor, estructurador o bien de otras fuentes. Ésta puede incluir información de antecedentes, proyecciones, informes de riesgo y/o retroalimentación sobre investigaciones analíticas o sobre cualquier otro tipo de comunicación. Normalmente, la gerencia participa en el proceso de calificación a través de reuniones presenciales, visitas de campo, teleconferencias u otras formas de correspondencia. En dichos casos, los temas principales para la discusión y preguntas claves son proporcionadas con antelación a las reuniones gerenciales, estableciendo una agenda para asegurar un diálogo productivo entre la gerencia y los analistas. Preguntas adicionales podrían surgir durante el transcurso de dichas discusiones o a través de reuniones de seguimiento.

Los analistas de Fitch pueden tener acceso a información confidencial. En estos casos, dicha información es tratada con la sensibilidad apropiada de acuerdo con la política de

confidencialidad de Fitch⁴⁷.

Sigue a esta fase el llamado “Proceso de Comité”, donde las calificaciones son asignadas y revisadas. Los analistas incorporan la información recopilada durante su investigación en la propuesta de calificación y en el correspondiente material de comité. Durante este proceso, los analistas mantienen comunicación con la entidad calificada para resolver cualquier cuestión pendiente o solicitar información adicional, según fuera el caso. Los miembros del comité toman en cuenta la información contenida en el material de comité, tomando una decisión consensuada respecto de la calificación apropiada, incluyendo, donde fuera aplicable, una designación sobre la Perspectiva de la Calificación u Observación de la Calificación. La asignación de una calificación de largo plazo al emisor es el principal enfoque del comité cuando se otorgan calificaciones a una entidad. Las calificaciones de las emisiones se otorgan respecto a la calificación de emisor y de las perspectivas de recuperación de diferentes emisiones de deuda en el caso que la entidad incurriera en incumplimiento /default.

El tamaño mínimo de un comité para decisiones de calificación es generalmente de 5 miembros, aunque muchos comités cuentan con más participantes. El comité incluye al menos un analista con cargo de Director Senior o superior quien usualmente posee un promedio de 6 a 7 años de experiencia con Fitch, así como un número de años de experiencia adicional en la industria. Otros miembros votantes se escogerán de acuerdo con la experiencia relevante de cada miembro. Los analistas de ingreso reciente a Fitch

⁴⁷ La política de confidencialidad de Fitch puede encontrarse en su Boletín #13: “Confidencialidad, Conflictos de Interés y Política de Negociación de Títulos Valores”, de fecha 1 de Octubre 2011, disponible en la página electrónica de Fitch Ratings, www.fitchratings.com, en la sección Código de Ética y Conducta

están sujetos a un período de prueba durante los cuales no podrán emitir sus votos, aunque puedan participar como observadores en los comités. El comité de calificación considera aspectos relevantes cuantitativos y cualitativos, tal y como están detallados en los criterios y metodologías de Fitch, para alcanzar una decisión que refleje apropiadamente la situación actual y el desempeño prospectivo de la entidad o emisión. Si el comité está de acuerdo con que la información es suficiente y robusta, se asigna una calificación. La decisión alcanzada por el comité es comunicada posteriormente al emisor. Si existen temas por resolver, la reunión de comité puede ser suspendida hasta que dichas cuestiones sean resueltas y una calificación pueda ser asignada. En algunos casos, se asigna una “calificación esperada” la cual se relaciona usualmente con la calificación de una transacción y no de un emisor. Dicha calificación indica que la transacción tendrá una calificación final en ese nivel si se recibe la documentación final de conformidad con los supuestos presentados ante el comité.

Si un comité no logra un consenso, existe un procedimiento de apelación interna para la revisión de la calificación. Asimismo, el emisor puede solicitar igualmente la revisión de la misma. En este caso, un panel de apelación conformado por el Presidente del Comité y dos analistas senior que no hayan participado en el comité anterior revisarán la información nueva o complementaria, brindada por el emisor en un tiempo prudente, que Fitch estime sea relevante para la calificación.

Cuando sea precisa la constitución de un comité de apelación, analistas senior que no hayan estado previamente involucrados en el proceso de calificación acompañarán a algunos miembros del comité de calificación original para reconsiderar el análisis de

calificación. Fitch tiene como objetivo concluir la revisión de cualquier calificación de la forma más expedita posible.

En lo atinente a la difusión de la calificación por Fitch, todas las acciones de calificación para emisores con calificaciones públicas, nuevas o existentes – ya sea afirmación, baja, o alza, incluyendo cualquier decisión sobre la perspectiva u observación – son publicadas en el sitio web de Fitch y simultáneamente comunicadas a los principales medios de comunicación una vez se haya completado el proceso de revisión de la calificación. Este comunicado de prensa brinda el fundamento de la decisión de la calificación y los criterios más relevantes aplicados en el proceso de calificación. Fitch hace su mejor esfuerzo para asegurar que el tiempo entre el comité de calificación que determina la acción de calificación y la publicación de la calificación de riesgo y el comunicado de prensa respectivo sea tan corto como sea posible, respetando a su vez los períodos de notificación requeridos por la regulación respectiva, en caso de existir. Los plazos de publicación deben reflejar la importancia del equilibrio que debe mantenerse entre permitir suficiente tiempo para que el emisor revise el fundamento de las calificaciones para verificar exactitud factual e información confidencial y los requerimientos de los usuarios de las calificaciones por opiniones objetivas y oportunas. Cuando los emisores proveen comentarios al borrador, Fitch evaluará cualquier retroalimentación. No obstante, la revisión es a los efectos de eliminar errores factuales e información confidencial, y Fitch mantiene un total control editorial sobre sus comentarios.

Además de los comunicados de prensa publicados por Fitch (la principal forma de comunicar el fundamento de las calificaciones), se publica un reporte más extenso de la

mayoría de emisores que es puesto a disposición de los suscriptores en la página electrónica de Fitch. El emisor puede distribuir copias de su informe de calificación emitido por Fitch a bancos, inversionistas, clientes, o cualquier tercero interesado.

El tiempo que toma asignar una calificación inicial puede variar, y dependerá sustancialmente del tiempo que se tome el emisor para facilitar la información solicitada por Fitch, en caso de que se trate de información no pública. También dependerá del tiempo que tome el emisor en la revisión de los comentarios e información (feedback) sobre la calificación brindada por la agencia. No obstante, Fitch hará un esfuerzo razonable para acomodar las necesidades del emisor, tanto en los tiempos de la visita como en la conclusión del proceso de calificación posterior.

Fitch normalmente asume un plazo de cuatro a ocho semanas para proporcionar una calificación de riesgo a corporaciones, instituciones financieras, soberanos o finanzas estructuradas. El plazo puede variar por sector y tipo de análisis de calificación.

Las calificaciones asignadas por Fitch son monitoreadas de forma continua. Los analistas de todos los grupos iniciarán la revisión de una calificación cada vez que tengan conocimiento de cualquier información relativa al negocio, finanzas, operaciones o de otra clase que, a su criterio, pueda resultar en una acción de calificación de acuerdo con los criterios y metodologías utilizadas. Por ejemplo, un deterioro operacional o fiscal, una adquisición, una venta, o el anuncio de recompra de acciones puede derivar en una revisión inmediata de las calificaciones. El proceso de revisión se considera continuo. Las calificaciones también están sujetas a revisiones formales periódicas.

Honorarios

Fitch posee un equipo dedicado a la gestión de relaciones de negocios que puede asistir a un emisor en el proceso de solicitud de una calificación y tratar asuntos comerciales relacionados con las calificaciones. La política de Fitch contempla que todas las discusiones relacionadas con honorarios de calificación y asuntos comerciales de emisores e intermediarios, sean realizadas exclusivamente por el equipo que gestiona las relaciones de negocios.

Fitch, al igual que sus dos grandes competidoras, incluye expresamente en sus informes de calificación alusión expresa e individualizada a cada metodología utilizada según las características tanto del producto evaluado como del emisor, con fórmulas del tipo

“Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos Fiscales (Agosto 14, 2012);

- Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales, Fuera de los EE. UU. (Julio 16, 2015);

- Metodología de Calificación de Financiamientos Subnacionales (Septiembre 30, 2014)”.- *Calificación reciente hecha al Fondo de Aportaciones para la Infraestructura Social Municipal (FAISM) de los Municipios del Estado mejicano de Michoacan*

D. Metodologías de calificación de la deuda soberana: el modelo de S&P. La publicación del rating

Meter el artículo Bruner, C.M., Abdelal, R. (2005) 'To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy' – Journal of Public Policy, 25(2), pp191-217

El método seguido por S&P para evaluar gobiernos, así como los criterios en los que se basa dicha evaluación lo conforman cinco factores esenciales:

- 1.- FACTOR POLITICO, basado en la efectividad institucional y riesgos políticos;
- 2.- FACTOR ECONOMICO, basado en la estructura económica y expectativas de crecimiento;
- 3.- FACTOR EXTERNO, basado en la liquidez externa y posición de inversión internacional;
- 4.- FACTOR FISCAL, basado en la flexibilidad y desempeño fiscal, combinados con el nivel de deuda, y finalmente
- 5.- FACTOR MONETARIO, basado en la flexibilidad monetaria.

S&P otorga a cada uno de estos cinco factores una puntuación, lo cual arroja un total de cinco puntuaciones: política, económica, externa, fiscal y monetaria. Las puntuaciones política y económica se promedian obteniéndose el perfil político y económico. Por su

parte, las puntuaciones externa, fiscal y monetaria se promedian obteniéndose el perfil de flexibilidad y desempeño.

Estos dos perfiles se combinan para obtener la calificación del gobierno en moneda extranjera. A partir de esa calificación, se obtiene la calificación en moneda local

Moody's, por su parte, analiza todos los factores de riesgo y puntos de vista relevantes para llegar a una opinión de rating. Este proceso se rige por dos principios analíticos esenciales:

1. Enfoque al largo plazo, centrado en factores fundamentales que determinarán la capacidad a largo plazo de un emisor para atender el pago de su deuda, tales como una gran crisis económica, un cambio radical en la estrategia de la dirección o una modificación sustancial del entorno regulatorio, con el fin de conferir estabilidad a los ratings, y no verse éstos afectados por los ciclos económicos o por cambios a corto plazo en los mercados de capitales.

2. Énfasis en la estabilidad y previsibilidad de los flujos de caja – Uno de los objetivos centrales para Moody's es el de llegar a definir los mecanismos de generación de tesorería y, en particular, la previsibilidad y sostenibilidad de los flujos de caja. Para ello, examinan las proyecciones financieras con el fin de identificar “hipótesis clave” de sus proyecciones, acometiendo en su caso análisis de sensibilidad de los "casos base" de la dirección e incorporando a los modelos una modesta desaceleración económica para ayudar a determinar la resistencia de los flujos de caja.

Esta ACC observa que los factores de riesgo específicos susceptibles de ser ponderados en un rating concreto varían considerablemente de un sector a otro. Pueden obtenerse informes de metodología detallados de todos los grandes sectores objeto de seguimiento a través de su Equipo de Desarrollo de Negocio.

Finalizar este capítulo haciendo alusión a la obligación a nivel europeo de publicación de las metodologías, exigida principalmente por el artículo 8.1 del reglamento 1060/2009, según el cual “las agencias de calificación crediticia harán públicos los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales que utilicen en sus actividades de calificación crediticia, tal como se definen en el anexo I, sección E, parte I, punto 5”.

Dicha disposición es a su vez complementada por el artículo 14.3 del mismo reglamento 1060/2009, en su formulación introducida por el reglamento 462/2013, según el cual la agencia de calificación crediticia notificará a la AEVM las modificaciones sustanciales previstas de los métodos, modelos o hipótesis fundamentales de calificación, o los nuevos métodos, modelos o hipótesis fundamentales de calificación proyectados, cuando publique las modificaciones o novedades proyectadas de sus métodos de calificación en su sitio web de conformidad con el artículo 8, apartado 5 *bis*. Al término del período de consulta, la agencia de calificación crediticia notificará a la AEVM todo cambio derivado de la consulta.». del cumplimiento debido de dicha obligación se respnsabiliza el supervisor europeo, con las consecuencias que en materia de responsabilidad extracontractual por indebido funcionamiento de la AEVM se tratará.

En lo atinente a la publicación de los ratings, cuple finalizar este capítulo poniendo de manifiesto que los procesos de publicación y puesta a disposición de las calificaciones – metodología de publicación, como distinta a metodología de calificación- también influyen en los comportamientos de actores, emisores e inversores. Hasta el punto de

que una de las causas de la gran crisis norteamericana de las subprime de 2008 fue, precisamente los defectos en dichos procesos⁴⁸ .

⁴⁸ See SL Schwarcz, 'Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis' [2008] 3 *Utah L Rev* 1109, 1120-1121.

VI. Agencias de Calificación Crediticia y conflictos de intereses.

A.- Introducción

La naturaleza eminentemente académica de todo trabajo de investigación como el que nos ocupa no debe obstar a que, en contadas ocasiones, se prescinda de complejas cuestiones dogmáticas en aras de sintetizar un problema concreto en una sola frase, ilustrativa *per se* de una situación, una institución o un proceso que en otro contexto podría llegar a requerir no ya de cortos párrafos, sino de distintas tesis doctorales autónomas. Así sucede en el presente caso, en que toda la problemática de los conflictos de interés se podría presentar con dos sencillas preguntas:

- *¿cómo va una ACC a rebajar la calificación de quien le alimenta?, y*
- *¿Se puede prescindir de los servicios de una ACC, corriendo el riesgo de incurrir en su ira, expresada en la emisión de una calificación no solicitada negativa?*

Dichas preguntas, si pensamos en las calificaciones de deuda soberana, evoluciona, añadiendo si no extensión, sí complejidad: ¿cómo va una ACC a rebajar la calificación de quien le alimenta, le legisla y le sanciona? y, contrario senso, ¿cómo va un Estado a intervenir en una ACC que califica generosamente a su deuda soberana? En resumen, ¿quién muerde la mano que le alimenta?

En el caso de las ACC, el conflicto de intereses es inherente a su propia razón de ser, y consecuencia de una suerte de banda de Moebius en que la relación de dependencia Agencia Calificadora/Ente calificado es tan íntima que son, respectivamente, clientes y soportes vitales. Procedemos a examinar las distintas perspectivas en relación con el intento de gestionar dichos conflictos

B. Perspectiva de la Unión Europea

La pretensión de la Unión Europea por controlar e impedir el surgimiento de conflictos de intereses se sustenta en dos fases: una primera de legislación, y una segunda de supervisión: tanto a través de la AEVM como a través de la colaboración y delegación de esta con los supervisores nacionales (CNMV, a nivel español). En materia legislativa, el nuevo artículo 6 bis del reglamento 1060/2009, introducido por el reglamento 462/2013 y dedicado a los “conflictos de intereses relacionados con inversiones en agencias de calificación crediticia” establece que:

“1. Un accionista o socio de una agencia de calificación crediticia que posea por lo menos un 5 % del capital o de los derechos de voto en dicha agencia de calificación crediticia o en una sociedad que tenga la facultad de ejercer control o una influencia dominante sobre tal agencia de calificación crediticia no podrá:

- a) poseer un 5 % o más del capital de cualquier otra agencia de calificación crediticia;
- b) tener el derecho o la facultad de ejercer un 5 % o más de los derechos de voto en cualquier otra agencia de calificación crediticia;

- c) tener el derecho o la facultad de nombrar o destituir a los miembros del órgano de administración, de dirección o de supervisión de cualquier otra agencia de calificación crediticia;
- d) ser miembro del órgano de administración o de supervisión de cualquier otra agencia de calificación crediticia;
- e) tener la facultad de ejercer, o ejercer de forma efectiva, una influencia dominante sobre cualquier otra agencia de calificación crediticia.

La prohibición a que se refiere la letra a) del párrafo primero no se aplicará a las participaciones en organismos de inversión colectiva diversificada, incluidos los fondos gestionados, como los fondos de pensiones y los seguros de vida, a condición de que las participaciones en dichos organismos no le permitan ejercer una influencia dominante en las actividades económicas de tales organismos.

[En lo atinente al control, supervisión, intervención y eventuales sanciones, dichas actividades encomendadas a los supervisores son examinadas en los apartados respectivos de la presente tesis].

2. El presente artículo no se aplicará a las inversiones en otras agencias de calificación crediticia pertenecientes al mismo grupo de agencias”.

La perspectiva del BCE.- El Documento de Trabajo del Banco Central Europeo número 1484, de octubre de 2012, intitulado “calificación bancaria, ¿qué determina su calidad?” no solo afirma, sino que prueba empíricamente que las ACC’s dan mejores calificaciones a aquellas entidades bancarias que les suministran mayor

negocio⁴⁹. Lógica consecuencia del intento de cohonestar el interés público de obtener valoraciones objetivas prácticas para los mercados con el interés, eminentemente privado, de las ACC en atraer, aumentar y mantener su clientela.

C.- ACC's, conflictos de intereses y los “servicios auxiliares”

Las ACC's no solo prestan servicios de calificación. Entre sus fines y objetos sociales suelen contarse los llamados “servicios auxiliares”. Estos servicios pueden ser definidos como aquellos productos y servicios que pueden ser proporcionados por las Agencias de Calificación sin ser estrictamente servicios de Calificación Crediticia, como pronósticos de mercado, consultorías, estimaciones de evolución económica, análisis de precios o análisis de otros datos generales, al igual que los servicios de distribución relacionados.

Al ser este abanico de servicios auxiliares ofrecidos también a sus clientes, se corre el consiguiente riesgo de coincidencia entre prestatario del servicio de calificación y prestatario simultaneo de otros servicios auxiliares, lo cual podría repercutir en la objetividad de la ACC a la hora de tratar al cliente que ha contratado, junto con la calificación, un pack de servicios auxiliares que pudiera reportar a la Agencia Calificadora pingües beneficios.

⁴⁹ El Documento de trabajo presenta como tercer objetivo del mismo acreditar que existen conflictos de intereses entre bancos y ACCs que parecen alterar el proceso de calificación. “Using additional data on banks’ agency-specific securitisation business, we find that rating agencies give systematically better ratings to banks that provide an agency with a large quantity of business in the form of rating asset-backed securities”.

La tentación de dudar del trato igual a clientes que solo contratan la calificación en relación con aquellos que contratan múltiples servicios parece que no sólo ha asaltado al autor del presente estudio, en vista de los distintos códigos de conducta, metodologías, supervisión y mecanismos de responsabilidad que se examinan en la presente tesis.

D.- ACC's, accionariado de las mismas y gestión (prevención, tratamiento, corrección y reparación) interna de los conflictos de intereses en el seno de las ACCs. El ejemplo de Moody's

El examen de los socios mayoritarios de las tres grandes ACC's arroja una conclusión tan sencilla como evidente: Bill Gates, el grupo Hearst, Rockefeller y la corporación Berkshire (i.e., Warren Buffett) ostentan las participaciones mayoritarias en el oligopolio calificador. Difícil será, ergo, que cada una de las mismas no se sienta tentada a tratar a sus propietarios mayoritarios cuando menos, con benevolencia.

Para cumplir con la normativa de prevención de los conflictos de interés, las ACCs han implementado tanto en su funcionamiento como en sus políticas de contratación y funcionamiento mecanismos de gestión y prevención de los mismos, debidamente a disposición de público y basados en unos principios generales y pautas de actuación. Tomando como ejemplo a Moody's, su política de gestión de estos conflictos seguiría el siguiente esquema:

Con carácter general:

MIS no renunciará o se abstendrá de tomar una Acción de Calificación Crediticia o de iniciar o concluir una revisión de una Calificación Crediticia, basada en el efecto potencial (económico, político o de otro tipo) que la acción produzca para MIS, para un Emisor, para un inversionista u otro participante del mercado.

Igualmente, MIS y sus Analistas brindarán la debida atención y juicio profesional para mantener tanto la sustancia como la apariencia de independencia y objetividad.

La determinación de la Calificación Crediticia será influenciada solamente por factores relevantes para la evaluación crediticia.

La Calificación Crediticia asignada por MIS a un Emisor u obligación no se verá afectada por la existencia de una relación comercial existente o potencial entre MIS (o sus filiales) y el Emisor (o sus filiales) o cualquier otra parte, o por la inexistencia de dicha relación.

MIS separará de manera operativa y legal sus Servicios de Calificación Crediticia y sus Analistas de cualquier otro negocio que pueda presentar un conflicto de intereses. MIS divulgará en su página web (www.moodys.com) cualquier Servicio Auxiliar u Otros Servicios Permisibles que ofrezca. Si MIS tiene la intención de ofrecer Otros Servicios Permisibles o Servicios Auxiliares nuevos, MIS consultará primero con el Departamento de Normatividad o Jurídico. Para los Servicios Auxiliares y Otros Servicios Permisibles que no necesariamente presentan conflictos de intereses con los Servicios de Calificación Crediticia de MIS, ésta contará con procedimientos y mecanismos diseñados para minimizar la posibilidad de que surjan conflictos de intereses, o para tratar adecuadamente los conflictos de tal naturaleza que puedan surgir.

En materia de protocolos de actuación y políticas:

MIS adoptará procedimientos y mecanismos internos por escrito para:

- a. identificar; y
- b. eliminar o controlar y difundir según corresponda, conflictos de intereses reales o potenciales que puedan afectar las opiniones y los análisis que realiza MIS o el juicio y los análisis de los Empleados que tienen influencia sobre las decisiones relativas a las Calificaciones Crediticias.

La difusión de los conflictos de intereses reales y potenciales por parte de MIS se realizará de manera completa, puntual, clara, concisa, específica y prominente. Dicha difusión se llevará a cabo a través de moodys.com.

MIS divulgará la naturaleza general de sus acuerdos de compensación con las entidades calificadas.

- a. MIS no proporciona servicios de consultaría. MIS no recibe de los Emisores calificados ninguna compensación que no se relacione con los Servicios de Calificación Crediticia. En caso de que MIS recibiera de un Emisor calificado una compensación que no se relacione con sus Servicios de Calificación Crediticia, MIS revelaría la proporción de tales honorarios en comparación con los honorarios que recibe del Emisor por los Servicios de Calificación Crediticia.

- b. MIS divulgará si recibe diez por ciento o más de su facturación neta anual de un mismo Emisor, originador, intermediario colocador o suscriptor (incluyendo cualesquiera afiliadas del Emisor, originador, intermediario colocador o suscriptor).

De acuerdo con las *Políticas de Comercialización de Valores de MIS*, MIS y sus Empleados no negociarán con Valor alguno (incluyendo los derivados) que presente conflictos de intereses con MIS o con las actividades de calificación crediticia de sus empleados.

En los casos en los cuales las entidades calificadas (por ejemplo, los gobiernos) tienen o detentan simultáneamente funciones de supervisión vinculadas en relación con MIS, ésta utilizará para realizar sus evaluaciones de Calificación Crediticia para dichas entidades calificadas, Empleados diferentes a los involucrados en sus cuestiones de supervisión.

En materia de independencia de analistas y empleados:

Las líneas de reporte para los Empleados y sus acuerdos de compensación se organizarán con el fin de eliminar o tratar de manera efectiva los conflictos de intereses reales y potenciales.

a. Los Analistas no recibirán compensación alguna ni serán evaluados sobre la base de los ingresos que MIS obtenga de los Emisores que califica el Analista o con los cuales éste interactúa normalmente.

b. MIS practicará revisiones formales y periódicas a las políticas de compensación y prácticas para Empleados que participen en, o que de otra forma puedan tener un efecto sobre, el proceso de Calificación Crediticia para asegurarse que dichas políticas y prácticas no comprometan la objetividad del proceso de Calificación Crediticia.

MIS proclama igualmente que ha llevado a cabo una separación de sus actividades de calificación y comerciales. Los Empleados de MIS que aprueban o participan en la determinación o monitoreo de las Calificaciones Crediticias, o que están involucrados en el desarrollo o aprobación de modelos o metodologías utilizadas en la prestación de Servicios de Calificación Crediticias, no participarán en discusiones relacionadas con honorarios y pagos con cualquier entidad calificada. Los Empleados en el Grupo

Comercial de MIS, no participarán en la determinación o monitoreo de las Calificaciones Crediticias o en el desarrollo o aprobación de los modelos o metodologías utilizadas en la prestación de Servicios de Calificación Crediticia.

Como se describe con más detalle en las diferentes políticas y procedimientos, los Empleados no aprobarán, participarán ni influenciarán de otra manera en la determinación de la Calificación Crediticia de cualquier entidad u obligación en particular si el Empleado o cualquier Miembro de su Familia;

a. tiene en propiedad Valores (incluyendo derivados de Valores) de la entidad calificada;

b. tiene en propiedad Valores (incluyendo derivados de Valores) de cualquier entidad relacionada con una entidad calificada, y cuando la propiedad mencionada puede causar o ser percibida como causa de un conflicto de intereses o cuando cree la impresión de un conflicto de interés que MIS considere inaceptable;

c. ha sido empleado reciente o ha mantenido otra relación comercial significativa con la entidad calificada que pueda causar o pueda ser percibida como causa de un conflicto de intereses que MIS considere inaceptable;

d. mantiene una relación inmediata (es decir, es cónyuge, socio, progenitor, hijo o hermano) con alguien que trabaja actualmente para la entidad calificada en circunstancias donde la relación laboral constituya un conflicto de interés o cree la impresión de un conflicto de interés que MIS considere inaceptable; o

e. mantiene o ha mantenido cualquier otra relación con la entidad calificada o con cualquier entidad vinculada con la misma que pueda causar o pueda ser percibida como causa de un conflicto de intereses que MIS considere inaceptable.

De acuerdo con las *Políticas de Comercialización de Valores* de MIS, a los Empleados involucrados en el proceso de calificación y a sus Miembros de Familia se les prohíbe

comprar, vender o participar en cualquier transacción con cualquier Valor (incluyendo un derivado de cualquier Valor) emitido, garantizado o respaldado de cualquier otra manera por cualquier entidad dentro del área principal de responsabilidad analítica de dicho Empleado.

MIS mantiene prohibiciones de solicitar o aceptar dinero, obsequios o favores, servicios o invitaciones de entretenimiento de cualquier cliente (es decir, de un tercero con quien MIS mantenga una relación comercial que se relacione con las actividades de Calificación Crediticia). Todo el personal de MIS está obligado a obedecer éstas prohibiciones y aquellas establecidas en el Código MCO.

Cualquier Analista o Director que se involucre en cualquier relación personal que cree potencial para cualquier conflicto de intereses real o aparente (incluyendo por ejemplo cualquier relación personal con un empleado de una entidad calificada o con un representante de tal entidad dentro su área de responsabilidad analítica), será requerido, sujeto bajo las leyes vigentes, a que revele dicha relación o bien a su supervisor inmediato, a su jefe de departamento, o a un miembro del Departamento de Recursos Humanos, de Normatividad o del Departamento Jurídico, según las políticas y procedimientos aplicables. Sobre la base de la evaluación de esta información, MIS tomará las acciones apropiadas para mitigar el conflicto real o aparente.

Cuando un Analista o cualquier otro Empleado que participa en la determinación o monitoreo de las calificaciones crediticias deja su empleo con MIS y se convierte en empleado de un emisor, suscriptor o patrocinador de obligaciones, en donde el Analista o Empleado estuvo involucrado en el proceso de calificación, o de una empresa financiera con la cual tuvo tratos relevantes como parte de su trabajo en MIS, MIS llevará a cabo una revisión del trabajo realizado por dicho Analista o Empleado, de acuerdo con las leyes vigentes. Cuando así lo exija la ley, MIS reportará a las

autoridades reguladoras los casos en que MIS se dé cuenta, dentro del periodo de tiempo especificado por la autoridad reguladora, de que un ex empleado de MIS obtiene un empleo en cualquier tipo de las entidades antes mencionadas y en las circunstancias descritas, posterior a su empleo en MIS⁵⁰.

⁵⁰ Fuente:

<https://www.moody's.com/uploadpage/Mco%20Documents/MIS%20Code%20of%20Professional%20Conduct%20Spanish.pdf>

VII. Los inicios del control de la actividad de las ACC: el control propiamente jurisdiccional y las Libertades de Expresión y Prensa. El amparo del secreto periodístico

*Introducción.- La experiencia americana en relación con la primera Enmienda.-
Protección constitucional bajo el artículo 20 CE: inmunidad vs. el estándar del dolo
actual –“actual-malice standard”-. Emisión de calificaciones y la analogía del secreto
periodístico*

A. La calificación como opinión

La perspectiva de considerar las clasificaciones como meras “opiniones” o dictámenes, desarrollada en los primeros capítulos de la presente tesis, no es baladí: ni para derecho mercantil ni, a los efectos que interesan al presente texto, para el Derecho administrativo. Desde los años sesenta, el éxito de las acciones jurisdiccionales contra una ACC había venido requiriendo que los actuantes acreditaran que la Agencia realizó la evaluación/calificación con conocimiento de su falsedad o con temerario desprecio hacia la verdad (“*with knowledge that it was false or with reckless disregard for the truth*”). Obviamente, la carga de la prueba correspondía al accionante que, enfrentado

con los mejores despachos legales, difícilmente podía convencer a la Justicia de la concurrencia de tan oneroso canon.

La jurisprudencia, empero, ha ido evolucionando desde el caso *New York Times Co. v. Sullivan* de 1964 (376 U.S. 254, 279–80), en una progresiva –y, últimamente, rápida- evolución, desde la citada presunción *iuris tantum* de buena fe de la ACC hacia lo que se va perfilando como una alteración de la carga de la prueba *pro cliente*, dándose una traslación desde el clásico standard del *actual-malice* (beneficioso, se insiste, para la ACC), en pro del standard de la diligencia debida o *due diligence*, más acorde con la coyuntura actual y trasunto de la evolución desde exigencia de dolo a suficiencia de la negligencia ⁵¹.

En el siguiente epígrafe se analizará -genéricamente y sin perjuicio de su posterior trasposición al derecho administrativo sancionador, esencial en la presente tesis- la evolución expuesta doctrinal y jurisprudencialmente, a través de Sentencias esenciales como la *Compuware Corp.*, 499 F.3d at 529 ("We find no basis upon which we could conclude that the credit rating itself communicates any probably false factual connotation. Even if we could draw any fact-based inferences from this rating, such inferences could not be proven false because of the inherently subjective nature of Moody's ratings calculation."). Igualmente se examinará la aplicación del test *Milkovich* en materia de protección constitucional de la libertad de prensa a las “opiniones” de las ACC. Así, el caso *Commercial Fin. Servs, Inc. v. Arthur Anderson LLP*, 94 P.3d 106, 109 (Okla. Civ. App. 2004) define las calificaciones como un

⁵¹ Rachel Jones, *The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, 1 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 201 (2010), <http://scholarship.law.wm.edu/wmblr/vol1/iss1/8>

“*tertium genus*”, a caballo de la protección constitucional (ratings "fall somewhere between those opinions which receive constitutional protection and those that do not.").

Igualmente se constatará en el presente capítulo, doctrinal y jurisprudencialmente, cómo las jurisdicciones americanas han venido conociendo de estos casos bien por falsedad, bien por defamation, así como los cuatro parámetros -ya clásicos- de delimitación libertad de expresión y divulgación/ exigencia de responsabilidad, a la vista del esencial informe ENRON, parámetros de control con el objeto de determinar si la ACC a examen:

(1) Califica deuda sin ser previamente retribuida por ello.

(2) Publicita sus calificaciones a través de sus propias publicaciones periódicas (que no necesariamente publicaciones regulares) ;

(3) Ostenta independencia efectiva y comprobable en los procesos de recogida y evaluación de la información utilizada para la emisión de la calificación, y

(4) Cumple la función de interés general de proveer información a los mercados financieros en general. La publicación de la calificación –acceso al público- como parámetro de protección: el caso *LaSalle National Bank v. Duff & Phelps Credit Rating Co.*, 951 F. Supp. 1071, 1096 (S.D.N.Y. 1996)

Es este ultimo criterio teleológico, de abastecimiento de información al mercado financiero global, el determinante, per se, de la protección, al amparo del art. 20 CE, de las calificaciones, decisorio de la *vis atractiva* del citado derecho fundamental. En casos

en que el fin de la calificación sea privado, el parámetro abandonará la esfera protectora del citado derecho fundamental.

B. La experiencia americana en relación con la Primera Enmienda

La Constitución de los Estados Unidos de América es clara cuando establece, en su Primera enmienda, que “*Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the government for a redress of grievances*”.

Las consecuencias de dicha inmunidad de facto, esgrimida hasta la saciedad por los responsables de las grandes ACC's comenzaron a denunciarse por diversos actores jurídicos y financieros, hasta el punto de aventurarse, ya en noviembre de 2007, que “la Primera Enmienda no protegerá a las Agencias de rating en la probable litigación en masa que seguirá a la debacle de las *subprime* como consecuencia de su papel en las mismas”.

En cuanto al discurso comercial (“*comercial speech*”) es considerado por bastantes órganos jurisdiccionales norteamericanos como indiscutiblemente integrado en la libertad de expresión de la Primera Enmienda. Pero los abusos constatados como consecuencia de la aceptación automática y absoluta de dicha cobertura constitucional llevaron a ciertos jueces a excluir de tan amplio ámbito de protección a aquellos ratings

publicitados solo a un “selecto grupo de inversores”, sobre la base de que solo la expresión “pública” debiera gozar de la amplia protección de la Primera Enmienda. Así se expresa, por ejemplo, en *Abu Dhabi Commercial Bank v Morgan Stanley & Co Inc.*

No obstante tan loable esfuerzo de distinción, -evidentemente construido para excluir de la impunidad determinados ratings- lo cierto es que desde el punto de vista constitucional tal distinción no puede aceptarse, habida cuenta que, en opinión de esta tesis, la libertad de expresión es tal, i.e., el derecho a exteriorizar los pensamientos, palabras y opiniones, con independencia del público al que se dirija. Libertad de expresión no puede asimilarse a cantidad en la recepción, so pena de construir una suerte de responsabilidad basada en el resultado, similar al preterido *versari in re ilícita* penal, vinculada a la cantidad de receptores, y no a la calidad de la misma, a menudo independiente de la voluntad del emisor de la opinión, y mas en una sociedad globalizada de la información en que la omnipresencia de herramientas sociales convierte una opinión con vocación de privacidad en un trending topic que llega a los extremos más alejados del globo.

Excluida así la diferente protección basada en la cantidad de destinatarios, tampoco se puede restar importancia al hecho de que las calificaciones no son opiniones sin más. Como se ha examinado, son el resultado técnico de la aplicación de una metodología rigurosa por expertos financieros tras la recopilación y tratamiento exhaustivo de toda la información técnica precisa sobre el objeto de la calificación. Los inversores acuden a los ratings por ser un pronóstico eminentemente técnico, fundado sobre hechos y datos exhaustivamente analizados, por lo que las lesiones derivadas de errores sobre la veracidad, tratamiento o conclusiones groseras sobre dichos datos o hechos sí deben ser

considerados fuente de responsabilidad⁵², como lo que el case law norteamericano considera discurso fraudulento (*deceptive speech*)⁵³. En el marco de las calificaciones, ejemplo de lo cual es la sentencia dictada en el caso *Genesee County Employees' Retirement System v. Thornburg Mortg Securities Trust* 2006-3, 825 F.Supp.2d 1082, 1237-1238 (D.N.M. 2011)⁵⁴.

⁵² See also JP Hunt, 'Credit Rating Agencies and the "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement' [2009] *Columbia Business L Rev* 109, 183-188.

⁵³ Vid. *Ibañez v Fla Dept of Bus & Prof'l Regulation Bd of Accountancy*, 512 U.S. 136, 142-43, 114 S.Ct. 2084, 129 L.Ed.2d 118 (1994) ('[F]alse, deceptive, or misleading commercial speech may be banned.');

Friedman v Rogers, 440 U.S. 1, 9, 99 S.Ct. 887, 59 L.Ed.2d 100 (1979).

⁵⁴ N.M.S.A. 1978, § 58-13B-30. The Plaintiffs have based their cause of action on subsection (B), which, akin to rule 10b-5, imposes a duty to not make material misrepresentations. See Amended Complaint ¶ 128, at 51. This statute is a generally applicable cause of action that does not specifically regulate NRSROs in a manner that would conflict with CRARA. Because it is a general cause of action, however, does not mean CRARA would never preempt certain theories on which a plaintiff based such a cause of action. The Supreme Court's discussion in *Cipollone v. Liggett Group, Inc.* on the effect the preemption provision in that case had on common-law misrepresentation causes of action based on several different theories is instructive. The preemption statute in that case is as follows: "No requirement or prohibition based on smoking and health shall be imposed under State law with respect to the advertising or promotion of any cigarettes the packages of which are labeled in conformity with the provisions of this Act." *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 515, 112 S.Ct. 2608. The plaintiff asserted two theories for his fraudulent misrepresentation claim: (i) that the defendants neutralized the effect of federally mandated warning labels through their advertising; and (ii) intentional fraud and misrepresentation both by false representation of a material fact and by concealment of a material fact. See *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 527-28, 112 S.Ct. 2608. The Supreme Court concluded that the first theory relied on the "state-law prohibition against statements in advertising and promotional materials that tend to minimize the health hazards associated with smoking." *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 527, 112 S.Ct. 2608. The Supreme Court found that the second theory relied on the "state-law duty not to make false statements of material fact or to conceal such facts." *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 528, 112 S.Ct. 2608. The Supreme Court found that federal law preempted the first theory, because "[s]uch a *prohibition* [on advertising], however, is merely the converse of a state-law *requirement* that warnings be included in advertising and promotional materials." *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 527, 112 S.Ct. 2608 (emphasis in original). In comparison, the Supreme Court did not find that federal law preempted the plaintiff's second theory regarding concealment of material facts "insofar as those claims rely on a state-law duty to disclose such facts through channels of communication other than advertising or promotion." *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 528, 112 S.Ct. 2608. For instance, the Supreme Court noted that, if state law required disclosure of those health risks to a state agency, those claims would not violate the preemption provision, as it only concerned

VIII. Supervisión, controles extrajurisdiccionales y la paradoja de la intervención de las ACC.-

A. De la necesidad de coordinar libertad de actuación con sumisión al

Derecho: de las buenas prácticas a la exhaustividad normativa.

El nuevo artículo 84.1 bis de la ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, en su redacción dada por la ley 15/2011, de 16 de junio, de adaptación de la normativa española al Reglamento CE 1060/2009, sujeta “al régimen de supervisión, inspección y sanción” establecido en la misma, a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a las agencias de calificación crediticia, si bien las competencias de la CNMV

"advertising or promotion." *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 528, 112 S.Ct. 2608. Furthermore, the Supreme Court noted that federal law did not preempt the plaintiff's claims that related to material misstatements of fact made in advertisements, as they were not predicated on a duty "'based on smoking and health' but rather on a more general obligation — the duty not to deceive." *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 528-29, 112 S.Ct. 2608. The Supreme Court noted that there was no indication in the statute at issue that Congress intended to "insulate cigarette manufacturers from the longstanding rules governing fraud." *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 529, 112 S.Ct. 2608. The Supreme Court found that the explicit reservation of authority to the Federal Trade Commission "to identify and punish deceptive advertising practices" undercut any such argument. *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 529, 112 S.Ct. 2608. Thus, the Supreme Court construed the phrase "based on smoking and health" in a way "so as not to proscribe the regulation of deceptive advertising." *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.*, 505 U.S. at 529, 112 S.Ct. 2608. While *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.* was a plurality opinion, the Supreme Court has recognized in later opinions that the opinion's analysis is sound and has rejected arguments that would have undercut the reasoning in *Cipollone v. Liggett Grp., Inc.* See *Altria Grp., Inc. v. Good*, 555 U.S. 70, 80-84, [129 S.Ct. 538](#), 172 L.Ed.2d 398 (2008) ("Once that erroneous distinction is set aside, it is clear that our holding in *Cipollone* that the common-law fraud claim was not pre-empted is directly applicable to the statutory claim at issue in this case.").

se ejercerán “de conformidad con lo que se establezca en la normativa de la Unión Europea sobre agencias de calificación crediticia”.

B. Los códigos de conducta como fuente de responsabilidad de las

ACCs. Su carácter vinculante. El control de la Administración.

Cada ACC está obligada a tener –y publicar- sus propios códigos de conducta. Accesibles mediante una sencilla búsqueda en la web, su transcripción literal en la presente tesis no haría sino incrementar el volumen físico de la misma, y ya se ha hecho alusión a los mismos. Definidos como el código deontológico de las mismas, si bien su existencia es obligatoria, la sanción de las desviaciones de los mismos es relativa, requiriendo bien la intervención del supervisor, bien de las jurisdicciones. Los tres más importantes son

- El Moody's code of professional conduct
- El S&P Code of Conduct
- El Code of Ethic and conduct de Fitch

C. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM / ESMA) y el CERV como guardian: el Supervisor Europeo.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority o ESMA) viene regulada en el reglamento (UE) No 1095/2010, del Parlamento y del Consejo, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión número 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión. Con facultades de supervisión directa tendentes a la consecución última de la “convergencia supervisora”, La ESMA tiene facultades para elaborar proyectos de normas técnicas de regulación y de ejecución, emitir guías y recomendaciones, adoptar decisiones individuales dirigidas, bien a las autoridades competentes en casos específicos, bien a los participantes en los mercados cuando afecte al derecho de la UE directamente aplicable y emitir dictámenes para el Parlamento Europeo, el Consejo o la Comisión. La introducción del ESMA implicó la necesidad de introducir modificaciones en los ya clásicos cuatro niveles de creación y aplicación legislativa del sistema Lamfalussy (Directivas y Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los que ESMA puede ser requerida para prestar asistencia técnica a la UE; redacción de proyectos y estándares de normas técnicas de regulación o implementación a efectos de ulterior dictado por la Comisión europea de Directivas y Reglamentos; redacción de guías y recomendaciones (no vinculantes) para lograr prácticas de supervisión consistentes, eficientes y efectivas y asegurar la aplicación uniforme del derecho europeo de activos financieros y, finalmente, facultades de

comenzar una investigación a efectos de emitir una recomendación a la Autoridad Competente nacional pertinente).

Desde el punto de vista de su estructura interna, la ESMA está formada por una Junta de Supervisores (Board of Supervisors) -compuesta por las 27 autoridades nacionales de los Estados Miembros de la UE, un observador de la CE y un representante de la EBA, de la EIOPA y del ESRB-; un Consejo de Administración (Management Board) –formado por seis miembros elegidos de la Junta de Supervisores, y al que asiste sin voto el representante de la CE y el director ejecutivo-, un presidente, un director ejecutivo y una sala de recursos conjunta de las Autoridades Europeas de Supervisión (European Supervisory Authorities (ESAs) – formada por expertos independientes-, ante la que se podrán recurrir ciertas decisiones de aquellas. También se crea un grupo de representantes del sector (Securities and Markets Stakeholder Group) a efectos de facilitar la consulta de los ámbitos relacionados con las funciones de la ESMA.

El Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión es un grupo de trabajo de carácter estratégico para la cooperación de la ESMA tanto con la Junta Europea de Riesgo Sistémico como con la Autoridad Bancaria Europea y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones, y su fin es asegurar la coherencia intersectorial de las actividades así como lograr posiciones comunes en el ámbito de la supervisión de los conglomerados financieros y similares cuestiones intersectoriales.

Dentro del ESMA existen igualmente grupos de trabajo de expertos, divididos en grupos permanentes, temporales, de asistencia técnica y redes operativas. A su vez, los grupos permanentes son:

- review panel, para la implantación de la legislación europea de forma coordinada y la cooperación entre autoridades nacionales;
- corporate reporting, en materia de normas contables, auditoría, publicación periódica de información y almacenamiento de la misma;
- corporate finance, que abarca folletos, gobierno corporativo y participaciones significativas;
- Agencias de rating, encargado del registro y supervisión de las agencias de calificación crediticia;
- ESMA-Pol para la integridad de los mercados, enforcement, cooperación e intercambio de información y abuso de mercado;
- mercados secundarios, centrado en estructura, transparencia y eficiencia de los mercados, incluidas plataformas de negociación y mercados OTC e implementación de la MiFID;
- post-negociación, para el estudio de centrales de contrapartida, servicios de compensación y liquidación y trade repositories;

- protección de los inversores, y
- Investment Management, centrado en Instituciones de Inversión Colectiva de los distintos tipos (armonizadas y no armonizadas) así como en la implementación de las Directivas UCITs y AIFM.

En cuanto a su capacidad sancionadora, se encuentra esencialmente en el Reglamento delegado 946/2012, de 12 de julio de la Comisión por el que se completa el Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante normas de procedimiento relativas a la imposición de multas a las agencias de calificación crediticia por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, incluidas normas relativas a los derechos de defensa y disposiciones temporales

D. Registro de las ACCs

El Reglamento 1060/2009 justificaba la obligación del registro de las ACC en que con el fin de reforzar la transparencia de las calificaciones crediticias y contribuir a la protección de los inversores, el CERV debía mantener un registro central donde guardarse información sobre el comportamiento anterior de las agencias de calificación crediticia y las calificaciones crediticias emitidas en el pasado. Las agencias de calificación crediticia debían facilitar la información a este registro en un formato estándar. El CERV debía poner esa información a disposición del público y publicar un resumen anual de los principales cambios observados. Por ello, y a fin de velar por que los inversores y los consumidores mantuvieran un elevado nivel de confianza en el

mercado interior, las agencias de calificación crediticia que emitan calificaciones crediticias en la Comunidad debían estar sujetas a inscripción en un registro. Este registro es considerado por los considerandos del citado reglamento comunitario el principal requisito previo para que las agencias de calificación crediticia emitan calificaciones destinadas a ser utilizadas a efectos de regulación en la Comunidad. Resulta, por tanto, necesario establecer las condiciones armonizadas y el procedimiento para la inscripción, suspensión y baja registrales.

En cumplimiento de dichos postulados, el artículo 2.3 del reglamento exigía que “las agencias de calificación crediticia solicitarán su registro con arreglo al presente Reglamento como condición de su reconocimiento como Agencias de Calificación Externas (ECAI), de conformidad con el anexo VI, parte 2, de la Directiva 2006/48/CE, a menos que solo emitan las calificaciones crediticias mencionadas en el apartado 2”.

Constituido así como una garantía más para emisores e inversores, solo las ACCs registradas pueden operar. A fecha 10 de julio de 2015, están registradas o certificadas de acuerdo con el reglamento 1060/2009 las siguientes agencias de Rating:

Euler Hermes Rating GmbH	16 noviembre 2010
Japan Credit Rating Agency Ltd	6 Enero 2011
Feri EuroRating Services AG	14 Abril 2011
BCRA-Credit Rating Agency AD	6 Abril 2011
Creditreform Rating AG	18 Mayo 2011

Scope Ratings AG (previously PSR Rating GmbH)	24 Mayo 2011
ICAP Group SA	7 Julio 2011
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung GmbH	28 Julio 2011
ASSEKURATA	18 Agosto 2011
Assekuranz Rating-Agentur GmbH	
ARC Ratings, S.A. (previously Companhia Portuguesa de Rating, S.A)	26 Agosto 2011
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	8 Septiembre 2011
DBRS Ratings Limited	31 Octubre 2011
Fitch France S.A.S.	31 Octubre 2011
Fitch Deutschland GmbH	31 Octubre 2011
Fitch Italia S.p.A.	31 Octubre 2011
Fitch Polska S.A.	31 Octubre 2011
Fitch Ratings España S.A.U.	31 Octubre 2011
Fitch Ratings Limited	31 Octubre 2011
Fitch Ratings CIS Limited	31 Octubre 2011
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	31 Octubre 2011
Moody's France S.A.S.	31 Octubre 2011
Moody's Deutschland GmbH	31 Octubre 2011
Moody's Italia S.r.l.	31 Octubre 2011
Moody's Investors Service España S.A.	31 Octubre 2011
Moody's Investors Service Ltd	31 Octubre 2011
Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.	31 Octubre 2011

Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.	31 Octubre 2011
Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited	31 Octubre 2011
CRIF S.p.A.	22 Diciembre 2011
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	8 Mayo 2012
European Rating Agency, a.s.	30 Julio 2012
Axesor SA	1 Octubre 2012
Cerved Rating Agency S.p.A. (previoulsy CERVED Group S.p.A.)	20 Diciembre 2012
Kroll Bond Rating Agency	20 Marzo 2013
The Economist Intelligence Unit Ltd	3 Junio 2013
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)	13 Junio 2013
Spread Research	1 Julio 2013
EuroRating Sp. z o.o.	7 Mayo 2014
HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings)	7 Noviembre 2014
Moody's Investors Service EMEA Ltd	24 Noviembre 2014
Egan-Jones Ratings Co. (EJR)	12 Diciembre 2014
modeFinance S.r.l.	10 Julio 2015

E. Alternativas a las ACC

En materia de Fondos del Mercado Monetario (FMM), el punto 29 de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y el Consejo establece que “los FMM deben tener la obligación de invertir en activos aptos de elevada calidad. Por tanto, los FMM deben contar con un procedimiento prudente y riguroso de evaluación interna para determinar la calidad crediticia de los instrumentos del mercado monetario en los que se propongan invertir. De conformidad con la legislación de la Unión que limita la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias, es importante que los FMM eviten recurrir mecánicamente a las calificaciones emitidas por las agencias de calificación crediticia al evaluar la calidad de los activos aptos. A tal fin, resulta oportuno que los FMM establezcan un sistema de calificación interna basado en una escala armonizada de calificación y en un procedimiento de evaluación interna”⁵⁵.

⁵⁵ Fuente: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_52013pc0615_es_txt..pdf

IX. El contrato de rating como fuente de responsabilidad: entre las partes y frente a terceros.

Las cláusulas limitativas de la responsabilidad

A. Partes: Agencias, emisores y terceros

Las partes en el contrato de rating son estrictamente dos: la ACC y el emisor, en los casos de titulizaciones; la ACC y el Estado, en caso de calificaciones de deuda soberana, y la ACC y terceros (inversor o tercero interesado) en supuestos de ratings no solicitados. Habida cuenta que sobre las mismas ya se ha tratado al examinar el ámbito subjetivo de La actividad de calificación del riesgo de los actores e instrumentos financieros (Título II de la presente tesis), no cabe sino la remisión al mismo.

B. Obligaciones de las partes. Remuneración

Siendo el contrato de calificación solicitada un contrato sinalagmático, la remuneración de la actividad es la contraprestación determinante para la agencia. Debe ser fijada en torno a una serie de variables (complejidad de la emisión, volumen...) y dichas pautas vienen publicadas en las respectivas páginas webs de las ACCs.

En lo atinente al proceso de calificación y la emisión de la misma como resultado, los detalles de los mismos son objeto principal de otros apartados de la presente tesis, a los que cabe remitirse.

C. Responsabilidad, normativa reguladora y foro: La *Third party contract Act* inglés de 1999 como herramienta para eludir la responsabilidad frente a inversores y terceros afectados. La selección de foro conflictual como contrapartida a la imposición del régimen jurídico inglés

Es en el momento de fijación del régimen jurídico del contrato y del foro de resolución conflictual donde se pone de manifiesto especialmente el afán de las ACC por sustraerse a la responsabilidad extracontractual. Para ello, el respeto a la tradición y la sempiterna hegemonía británica se erige en excusa para la imposición del derecho británico como de aplicación al contrato, a través de cláusulas de estilo sesudamente reflexionadas que nada dejan al azar no obstante su aparente laconismo, también buscado para facilitar el acuerdo rápido. Quizás la única remisión individualizada expresa a una norma concreta es la omnipresente remisión al Third party contract Act de 1999.

Similar senda en materia de protección de terceros han seguido otros ordenamientos europeos. Así, el art 544-6 de la francesa loi de regulation bancaire et financière , de 23 de octubre de 2010, afirmaba que las cláusulas dirigidas a excluir de responsabilidad a las Agencias de Calificación Crediticia mencionadas en el artículo L-544 están prohibidas y se entenderá no incluidas (“*les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 sont interdites et réputées non écrites*”)

X. Principios de la responsabilidad de las ACC: de la libertad de expresión a las teorías de la culpabilidad. El pilar de la “transparencia de las metodologías”. Conceptos esenciales.

La evolución de la responsabilidad de las ACC se observa desde la distancia como un crescendo en la búsqueda de fuentes de responsabilidad frente a las diversas partes y terceros afectados por cada operación de calificación. Así, desde la inicial impunidad de facto, amparada en su origen como sencillos boletines de opinión accesibles mediante suscripción, similares a cualquier revista de la época (una época sin acceso inmediato, digital y global a cualquier información, lo que permitía la subsistencia de los medios amparados en la preponderancia del papel impreso), naturaleza que permitía la absoluta protección otorgada por la libertad de prensa, se fue evolucionando a la onnipresente búsqueda de “transparencia de metodologías”, pilar de toda supervisión de los mercados regulados y de aquellas operaciones de retribución de actividad, que no de resultados, hasta la actual búsqueda de responsabilidad sustentada en el dolo y la culpa. En este capítulo analizaremos los principales conceptos necesarios para examinar la responsabilidad, tanto privada como pública, de las ACC.

A. La reputación como fuente primera de responsabilidad

Tratando esta tesis de la posibilidad y mecanismos de imposición, reclamación y ejecución de resoluciones sobre responsabilidad de las ACC's por los daños consecuencia de ratings lesivos (como se explicará, no basta que el rating pruebe ser erróneo, sino que además ha de perjudicar bien a emisores, bien a inversores, bien al mercado), no se puede pasar por alto la reputación como fuente de responsabilidad. Es más, si partimos de la base de considerar las calificaciones como meras opiniones vertidas en materia de perspectivas de beneficio o incumplimiento de una determinada emisión, los errores sobre las mismas arrastrarían ipso facto y como consecuencia una lesión a la reputación proporcional bien a la entidad del error incurrido, bien a los perjuicios causados por ese error, que son supuestos distintos. Así, un error grosero en una calificación no seguida por el público por una u otra razón (poca presencia de la ACC, existencia de otra calificación por una Agencia mayor) puede conllevar consecuencias mínimas, mientras que un pequeño error en una calificación soberana que afecte a la solvencia de un país en plena crisis (supuesto de Grecia en los últimos años) puede acarrear consecuencias político-económicas imprevisibles.

En todo caso, cabe concluir, del íter histórico y en especial de las recientes convulsiones financieras a que han abonado las calificaciones, que la merma en la reputación ha probado ser palmariamente insuficiente para evitar los errores en las calificaciones, lo que ha ido llevando paulatinamente construir un sistema complejo de responsabilidad

basado en sendas reputación, retribución de la actividad de calificación y reparación de lesiones patrimoniales, con el fin de asegurar el curso de los mercados financieros⁵⁶.

B. ACC y derechos fundamentales (*civil rights*)

El derecho constitucional a la libertad de expresión. Calificaciones y derechos al honor y la reputación como límite de la libertad de expresión: la cobertura de la libertad de expresión

- i. En España.- El FJ 4 de la STC 50/2010, de 4 de octubre, reitera la diferencia entre libertad de expresión, libertad de información y sus parámetros, y al respecto manifiesta que “hemos afirmado desde la STC 104/1986, de 17 de julio, hasta la reciente STC 29/2009, de 26 de enero, la necesidad de distinguir conceptualmente entre los derechos que garantizan la libertad de expresión, cuyo objeto son los pensamientos, ideas y opiniones, incluyendo las apreciaciones y los juicios de valor, y el derecho a comunicar información, que se refiere a la difusión de hechos que merecen ser considerados noticiables. Hemos considerado que esta distinción tiene importancia a la hora de determinar la legitimidad del ejercicio de esas libertades: mientras los hechos son susceptibles de prueba, las opiniones o juicios de valor, por su misma naturaleza, no se prestan a una demostración de exactitud, y ello hace que al que ejercita la libertad de expresión no le sea exigible la prueba de la verdad o diligencia en su averiguación, que condiciona, en cambio, la

⁵⁶ JP Hunt, ‘Credit Rating Agencies and the “Worldwide Credit Crisis”: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement’ [2009] Columbia Business Law Review 109, 129-142

legitimidad del derecho de información por expreso mandato constitucional, que en el texto del art. 20.1 d) CE ha añadido al término ‘información’ el adjetivo ‘veraz’. Ahora bien, prosigue la misma Sentencia, “hemos reconocido que, en la casuística que propone la realidad del ejercicio práctico de estas libertades, no siempre es fácil separar la expresión de pensamientos, ideas y opiniones de la simple narración de unos hechos; como dijimos en la STC 29/2009, de 26 de enero, FJ 2, ‘la expresión de pensamientos necesita a menudo apoyarse en la narración de hechos y, a la inversa, la comunicación de hechos o de noticias no se da nunca en un estado químicamente puro y comprende, casi siempre, algún elemento valorativo o, dicho de otro modo, una vocación a la formación de opinión” (STC 6/1988, de 21 de enero, FJ 5)”.

La delimitación expuesta es a su vez precisada en lo atinente al concepto de veracidad de la información, desde el punto de vista de su protección constitucional. Para el Tribunal constitucional, veracidad material no se asimila a veracidad constitucionalmente protegible, desplazando la tutela jurisdiccional de la veracidad objetiva (entendiendo por tal la contrastable) a favor de una protección mayor sustentada en la diligencia en su obtención: es la veracidad constitucionalmente protegible que, alejándose de la realidad objetiva de la información comunicada, atiende a la diligencia en su obtención.

ii. En los USA.- Será expuesto en capítulos que siguen, al hablar de la práctica jurisdiccional.

C. La búsqueda de modelos de responsabilidad en otros sectores: las Agencias de Calificación de Buques

Algunos mercantilistas han acudido a la analogía con la actividad de las Agencias de Calificación de buques, en busca de las pautas de responsabilidad. Sintéticamente, se intenta asimilar la actividad de control de la navegabilidad hechas por éstas con el análisis de solvencia de las ACC para la exacción de responsabilidad asimilando responsabilidad por accidente de navegación en buque cuya navegabilidad fue constatada, a la evolución negativa de una emisión calificada con un buen rating. Tal analogía, lejos de ser tan aventurada como algunos autores han concluido, ostenta similitudes esenciales dignas de ser introducidas en el presente estudio, siendo la esencial el parámetro de la certeza (que no la veracidad) en la emisión de sendos juicios, pues tanto el juicio de navegabilidad del buque como los de solvencia, capacidad de endeudamiento o ingresos recurrentes comparten la necesidad de certeza. Así, nos encontramos ante una relación Juicio de contestabilidad vs. Juicio de credibilidad vs. Juicio de certeza vs. Juicio de diligencia debida presente en mayor o menos medida en ambas actividades.

La Cámara de los Lores, exoneró a una conocida Compañía de responsabilidad en el hundimiento de un buque calificado como navegable por ellos, al considerar la causalidad entre el juicio de navegabilidad emitido y los daños de “*too remote*”. Los Tribunales Federales americanos, por el contrario y en idénticos supuestos, consideran la misma causalidad como “*adequate*” y por ello suficiente para afirmar la relación de causalidad adecuada para la exigencia de responsabilidad

D. La “transparencia de las metodologías” como pilar de la responsabilidad efectiva y obsesión de los reguladores.-

Hemos de partir de que la actividad de emisión de calificaciones no es sino eso: una actividad que se agota en sí, abstracción hecha del resultado de la misma. Lo que se retribuye es la confección de la calificación, hasta el punto de que en los ratings solicitados por el propio emisor de deuda, es éste quien decide si los mismos se hacen públicos o no, lo que refuerza el carácter de obligación de medios, que no de resultados. Dicha huida de la atención al resultado, en pro del propio proceso de calificación como fuente de responsabilidad obliga a erigir el control de las metodologías en fuente primaria de responsabilidad, tanto desde el punto de vista público como privado, hasta el punto de que la obtención de transparencia en las metodologías se ha convertido en el grial de los reguladores europeos a la vista del catálogo de infracciones del reglamento de 2009. Hasta ahora. El actual proyecto de reforma del Reglamento, como se examinará, desplaza la atención, de esta búsqueda ciega de transparencia a través del refuerzo del compliance a la introducción de parámetros de responsabilidad.

La novedad esencial que introduce el nuevo Reglamento Delegado 447/2012, de 21 de marzo, es la introducción expresa de 4 pautas, criterios o principios de control de las metodologías utilizadas por cada ACC, v.g., los criterios de rigor (art. 4), sistemática (art. 5), continuidad (art. 6) y corroboración histórica (art. 7).

E. Dolo, negligencia y graduaciones. Sujetos en quienes puede darse

En lo atinente a las fuentes del dolo y la negligencia, pueden ser diversas, intrainstitucionales y extrainstitucionales para casos, empero, en que la negligencia se ha producido en la actuación inspectora de una entidad pública nacional actuando por delegación del ESMA, por ejemplo. Cabe adelantar que el mecanismo de graduación de sendos dolo y negligencia se puede asimilar a la casuística jurisdiccional o la transitoriedad normativa en tanto unos y otros se revelan como herramientas coyunturales para llegar a acuerdos entre los distintos actores y que, precisamente por su contrastado –y perdurable- éxito, devienen inmutables en los diversos texto y prácticas legales. Son herramientas de solución definitiva de conflictos ocultas bajo la capa de transitoriedad y cuyo nexo común es la eficiencia. Así, la jurisdicción constitucional acude al mecanismo de las sentencias dictadas “atendiendo al caso concreto” para eludir modificar su jurisprudencia. El legislador acude a las disposiciones transitorias y legislación de urgencia, “en tanto no se modifique la situación actual” para asentar normas que de otro modo el público hubiera rechazado. Y la doctrina crea las distintas graduaciones de dolo y culpa para, sancionando unas y exonerando otras en atención a los diversos grados de la misma, los grandes actores –financieros en este caso- permitan una regulación que limite, o al menos delimite su libertad de actuación.

XI. Responsabilidad privada de la actuación de las ACC

A. La exigencia de responsabilidad basada en las consecuencias de la graduación de actores e instrumentos financieros. Responsabilidad contractual, extracontractual y pública.

Con carácter general, existen dos posibles sujetos pasivos de las consecuencias de calificaciones erróneas: de una parte los inversores, que pueden ver su dinero perdido como consecuencia de haberlo depositado en un instrumento o activo financiero de riesgo indebidamente valuado, y de otra, los propios emisores cuyos productos han obtenido una baja calificación indebida, pues verán incrementado el coste de obtener financiación en los mercados. Cabría incluso preguntarse si una calificación indebida al alza puede ser fuente de responsabilidad, habida cuenta que, si bien no al corto plazo, lo más probable es que al medio o largo plazo los desequilibrios entre calificación y riesgo financiero real irruman en los mercados, con el consiguiente castigo por parte de los inversores. Mas en este último caso, al ser normalmente consecuencia de concertos entre ACC y emisor, el dolo de los mismos excluiría la posibilidad de exigencia de responsabilidad por los emisores. No así por los inversores, como se verá.

En todo caso, la exigencia de responsabilidad tiene un fin eminentemente regulador y de constreñimiento de conductas, no tanto compensatorio o de equidad⁵⁷.

B. Responsabilidad de las ACC, actos propios y stoppel

No es esta sede para reflexionar in extenso sobre la teoría de los actos propios: decenas de monografías, tesis y tratados se han ocupado de la misma, y poco o nada abundaría esta tesis al respecto. A los efectos de este capítulo, bastará recordar que dicha teoría, de aplicación inveterada por los diversos actores jurídicos, se basa esencialmente en dos principios: el de la buena fe y el de la seguridad que toda actuación previa, prometida o primera confiere a quien se relacionará con una cierta continuidad con un mismo autor.

La Sala tercera del Tribunal Supremo, en una clara sentencia de 18 de Octubre de 2012 (rec.2577/2099) se remite a su vez a otras anteriores de 5 de enero de 1999 (RC 10679/1990) y 21 de abril de 1988 (73/1988) donde afirmaba que “la llamada doctrina de los actos propios o regla que decreta la inadmisibilidad del *venire contra factum proprium* surgida originariamente en el ámbito del Derecho privado, significa la vinculación del autor de una declaración de voluntad generalmente de carácter tácito al sentido objetivo de la misma y la imposibilidad de adoptar después un comportamiento contradictorio, lo que encuentra su fundamento último en la protección que objetivamente requiere la confianza que fundadamente se puede haber depositado en el comportamiento ajeno y la regla de la buena fe que impone el deber de coherencia en el

⁵⁷ Vid al respecto Civil Liability of Rating Agencies: An Insipid Sprout from Brussels”, de Matthias Lehmann. LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014. London School of Economics and Political Science Law Department, p. 4

comportamiento y limita por ello el ejercicio de los derechos objetivos. El principio de protección de la confianza legítima ha sido acogido igualmente por la jurisprudencia de esta Sala del Tribunal Supremo (entre otras, en las sentencias de 1 de febrero de 1990 (F.j.º 1.º y 2º), 13 de febrero de 1992 (F.j.º 4.º), 17 de febrero, 5 de junio y 28 de julio de 1997. Un día antes de la fecha de esta sentencia se ha publicado en el BOE la Ley 4/1999, de modificación de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre. Uno de los artículos modificados es el 3º, cuyo nº 1, párrafo 2º, pasa a tener la siguiente redacción: “Igualmente, deberán (las Administraciones Públicas) respetar en su actuación los principios de buena fe y de confianza legítima”, expresándose en el Apartado II de la Exposición de Motivos de la citada Ley lo siguiente: “En el título preliminar se introducen dos principios de actuación de las Administraciones Públicas, derivados del de seguridad jurídica. Por una parte, el principio de buena fe, aplicado por la jurisprudencia contencioso-administrativa incluso antes de su recepción por el título preliminar del Código Civil. Por otra, el principio, bien conocido en el derecho procedimental administrativo europeo y también recogido por la jurisprudencia contencioso-administrativa, de la confianza legítima de los ciudadanos en que la actuación de las Administraciones Públicas no puede ser alterada arbitrariamente ».

Y en la sentencia de esta Sala de 16 de septiembre de 2002 (RC 7242/1997), se afirma:

« Además, la doctrina invocada de los “actos propios” sin la limitación que acaba de exponerse podría introducir en el ámbito de las relaciones de Derecho público el principio de la autonomía de la voluntad como método ordenador de materias reguladas por normas de naturaleza imperativa, en las que prevalece el interés público salvaguardado por el principio de legalidad; principio que resultaría conculcado si se

diera validez a una actuación de la Administración contraria al ordenamiento jurídico por el sólo hecho de que así se ha decidido por la Administración o porque responde a un precedente de ésta. Una cosa es la irrevocabilidad de los propios actos que sean realmente declarativos de derechos fuera de los cauces de revisión establecidos en la Ley (arts. 109 y 110 de la Ley de Procedimiento Administrativo de 1958 , 102 y 103 de la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común, Ley 30/1992 , modificada por Ley 4/1999), y otra el respeto a la confianza legítima generada por actuación propia que necesariamente ha de proyectarse al ámbito de la discrecionalidad o de la autonomía, no al de los aspectos reglados o exigencias normativas frente a las que, en el Derecho Administrativo, no puede prevalecer lo resuelto en acto o en precedente que fuera contrario a aquéllos ».

En derecho anglosajón la aplicación de la misma dio lugar a la doctrina del estoppel, y en particular el “*promissory estoppel*” o impedimento de promesa, según la cual la existencia de una promesa previa vincula las actuaciones futuras del promitente frente a las consecuencias –en particular en materia de daños y perjuicios- de quien predeterminó efectivamente su conducta en base a la misma. Whittaker y Zimmermann, señalan que la noción de la palabra dada combinada con la confianza⁵⁸ del receptor de la misma es una emanación clara del principio de buena fe, y el promissory estoppel

⁵⁸ El principio de confianza legítima es igualmente precondition para el estoppel, siendo descrito como “confianza detrimental” (detrimental reliance). Vid Elizabeth Cooke, *The Modern Law of Estoppel* (OUP 2000) 17 and 62. En material de jurisprudencia anglosajona sobre el promissory estoppel, vid. la opinión de Lord Denning en *High Trees House, Combe v Combe* [1952] EWCA Civ 7, etc. Vid. igualmente *Hedley Byrne v Heller* [1963] 3 WLR 101.

mezcla elementos de representación y confianza con el resultado de someter una regla legal a consideraciones de equidad⁵⁹.

Dentro del promissory estoppel, el estoppel por representación (también llamado por conducta⁶⁰) es el aducido por doctrina y jurisdicción anglosajona como una de las bases de exacción de responsabilidad de las ACCs. Según éste, no nace responsabilidad del mero hecho de que una persona no pueda negar la verdad de algo que ha dicho⁶¹, de modo que la doctrina del estoppel es más bien de naturaleza defensiva, con poca virtualidad para ser aducida en una acción de reclamación activa; pero sí puede servir como base para la misma, partiendo de la asunción de que la calificación sería una suerte de promesa creadora de una acción de daños para el destinatario de la misma⁶². Así, bajo esta doctrina, las ACC pueden ser cuando menos potencialmente responsables por asertos imprecisos vis-à-vis inversores, superando la percepción de la calificación como opinión pura, al dar lugar a una creencia errónea del inversor. Al respecto, Kristofor W. Nelson,⁶³ destaca la sentencia *Atlantic Masonry v. Miller Construction*,

⁵⁹ “Coming to terms with good faith”, en R. Zimmermann y S. Whittaker (ed.), *Good Faith in European Contract Law*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000, p. 692

⁶⁰ Un primer ejemplo de aplicación jurisdiccional de la teoría del estoppel por conducta se puede encontrar en el litigio *Lickbarrow v. Mason* [1787] 2 TR 63, 100 ER 35. Vid Lord Halsbury en *Henderson v. Williams* [1895] 1 QB 521. Ver también *Pickering v. Busk* [1812] 15 East 38; *Boyson v. Coles* [1817] 6 M. & S. 14; *Spear v Travers* [1815] 4 Camp. 251; *Martini v. Coles* [1813] 1 M. & S. 140

⁶¹ Vid. Günter Treitel, “Some Landmarks of Twentieth Century Contract Law” (OCP 2002)

⁶² El origen del “principio del estoppel” se encuentra en el la opinion vertida por Lord Denman *Pickard v. Sears* [1837] 6 A. & E. 469 y *Freeman v. Cooke* [1848] 2 Ex. 654: ‘where one by his words or conduct wilfully causes another to believe the existence of a certain state of things, and induces him to act on that belief, so as to alter his own previous position, the former is concluded from averring against the latter a different state of things as existing at the same time’.

⁶³ ‘Rough waters for the Ratings Companies: should the securities ratings companies be held liable for investor reliance in the wake of the real estate meltdown of 2007-2008?’ (2009) 63 *University of Miami Law Review* 4, 1178 y 1191.

558 So. 2d 433, 434—Fla. 1st DCA 1990) donde se refleja que no obstante la inexistencia de relación contractual directa, diversas jurisdicciones han afirmado y mantenido que los terceros tienen derecho a reparación precisamente al amparo de la doctrina del promissory estoppel⁶⁴. Y estando basada esta doctrina en el nacimiento de un daño efectivo consecuencia de una representación errónea del mercado por parte de la ACC, puede ser aducida para evitar que éstas nieguen o se desdigan de lo dicho o manifestado, e igualmente para proteger las expectativas de los consumidores (expectation interest).

C. Responsabilidad Civil de las ACC y derecho Europeo. Panorama general y principios

Procede comenzar este epígrafe partiendo del aserto de que en sendos derechos europeo, USA y australiano no solo los emisores que han contratado, sino también los inversores perjudicados pueden deducir responsabilidades frente a las ACC's por daños consecuencia de calificaciones erróneas. Ello implica no obstante, especialmente en el caso de daños causados a inversores ajenos a la relación emisor-ACC, una serie de dificultades, relativas respectivamente a: a) la acreditación por los inversores de relación de causalidad entre calificación errónea y menoscabo en su patrimonio; b) La legitimidad de su exigencia, cuando el inversor normalmente no habrá pagado por la actividad de calificación y, en consecuencia, no ha incurrido en costes directos y c), los

⁶⁴ “although the investors do not have a direct contractual relationship with the ratings companies, courts have held that third parties are entitled to relief under the doctrine of promissory estoppel”.

excesivos costes de acudir –y mantenerse a través de sus distintas instancias- a la jurisdicción, lo que lleva en la práctica totalidad de los casos de pequeños inversores, a acudir a las *class actions*, que se examinarán en capítulos que siguen.

En lo atinente al fundamento y legitimación de emisores e inversores para accionar contra las ACC por calificaciones lesivas –sea a título de dolo o negligencia-, se puede dudar que la calificación, como producto gratuito para los inversores, pueda otorgar derechos resarcitorios a aquellos que han acudido a ellas sin abonar la más mínima contraprestación. Esto puede ser así, pero en materia de unos actores tan esenciales y, permítase la expresión, titánicos, como las ACC's, el objetivo final es la prevención por cualquier modo de la confección y publicidad de ratings perjudiciales, lo cual no es que dañe a un número determinado de inversores, sino a la propia confianza de –y en el- mercado concreto. De ahí que el acceso de los inversores a la reclamación por menoscabos patrimoniales consecuencia de ratings lesivos no es sino un intento, un medio más, para constreñir a las ACC's a la publicitación de calificaciones lo más adecuadas a la realidad posibles: ampliando el espectro de posibles demandantes se intenta lograr el desistimiento en cualquier tentación de introducción capciosa o interesada de ratings irreales en los mercados⁶⁵. Con un símil penal, podríamos hablar de un fin de prevención general, limitada a las diversas ACC's operativas en los diversos mercados, a través de una suerte de acción popular en manos de los inversores perjudicados⁶⁶.

⁶⁵ Cfr. Al respecto JC Coffee, 'Law and the Market: The Impact of Enforcement' [2007] 156 U Penn L Rev 229

⁶⁶ Cfr. T Frankel, 'Implied Rights of Action' [1981] 67 Va L Rev 553, 557; MC Stephenson, 'Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies' [2005], donde se califica al inversor que ejerce la acción como de "private attorney general"

Dicho lo cual, la responsabilidad civil exigible a las ACCs sigue los mismos parámetros, criterios y requisitos de a) contrato/ hecho lesivo; b) daño y c) relación de causalidad que cualquier supuesto similar, tanto desde el punto de vista de la responsabilidad civil contractual sustentada en el contrato de calificación (arts. 1101 y 1106 Código civil), como extracontractual (art. 1902 código civil) sustentada en la producción de daño jurídicamente insoportable, tanto desde la perspectiva de los inversores como de los emisores de calificaciones no solicitadas. En lo atinente a los emisores que han solicitado calificaciones no participadas, la naturaleza contractual o aquiliana de la misma es discutida⁶⁷, máxime cuando en gran medida puede depender de sendas actitudes obstructivas bien de la ACC, bien del emisor al considerar la posibilidad de que la calificación pudiera no ser la esperada.

D. El nuevo artículo 35 bis del reglamento 1060/2009 tras la modificación operada por el Reglamento 462/2013.

La razón de ser de la plasmación positiva a nivel europeo de las pautas de responsabilidad civil de las ACC's se puede encontrar en el propio considerando 33 del Reglamento 462/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia. Dicho considerando establece sin ambages que “debe existir la posibilidad de considerar responsables a las agencias de calificación crediticia cuando infrinjan de

⁶⁷ Rojo Alvarez-Manzaneda defiende su naturaleza contractual. Ver Op. Cit. pág. 189

forma deliberada o por negligencia grave las obligaciones que les impone el Reglamento (CE) no 1060/2009. Es un criterio de culpabilidad *adecuado*, puesto que la actividad de calificación crediticia implica cierto nivel de evaluación de factores económicos complejos y la aplicación de métodos diferentes puede dar lugar a resultados diferentes, ninguno de los cuales puede considerarse incorrecto. Asimismo, procede exponer a las agencias de calificación crediticia a una responsabilidad potencialmente ilimitada únicamente cuando infrinjan el Reglamento (CE) no 1060/2009 de forma deliberada o por negligencia grave”.

Se establece, así lo que el propio reglamento califica de “responsabilidad potencialmente ilimitada únicamente cuando infrinjan el Reglamento”. Concepto este cuya lectura no oculta su esencial contradicción, derivada de la acotación ex ante de la pretendida responsabilidad ilimitada. Es más, en los considerandos 34 se introduce, como corolario de tal responsabilidad, el correlativo deber de quien sufre los perjuicios de “presentar datos precisos y detallados que muestren que la agencia de calificación crediticia ha cometido tal infracción”, correspondiendo a la jurisdicción la evaluación de los datos que presente, teniendo siempre en cuenta –“tomando en consideración”, reza literalmente el citado considerando-, la posibilidad de que el inversor o el emisor no tenga acceso a datos que pertenezcan estrictamente al ámbito de la agencia de calificación crediticia. De tal modo se prevé igualmente la posibilidad de que la ACC no desvele aquellos datos que razones de preservación, confidencialidad o más espurias aconsejen no desvelar. Así, se da al juzgador la posibilidad, ya existente, i.a., en el

derecho de la competencia, de deducir consecuencias negativas para aquellas ACC que oculten datos que puedan constatar su responsabilidad⁶⁸.

El tenor del artículo 35 bis es suficientemente explícito. En su primer apartado, se establece el principio general de que si una agencia de calificación crediticia ha cometido de forma deliberada o por negligencia grave alguna de las infracciones enumeradas en el anexo III que afecte a una calificación crediticia, los inversores o

⁶⁸ En derecho comunitario antidumping, por ejemplo, el artículo 18 del Reglamento 1225/2009 del Consejo, de 30 de noviembre de 2009, relativo a la defensa contra las importaciones que sean objeto de dumping por parte de países no miembros de la Comunidad Europea (Diario Oficial de la Unión Europea L 343 de 22 de diciembre de 2009), bajo el epígrafe “falta de cooperación” establece que “1. Cuando una parte interesada niegue el acceso a la información necesaria o no la facilite en los plazos establecidos por el presente Reglamento u obstaculice de forma significativa la investigación, podrán formularse conclusiones preliminares o definitivas, positivas o negativas, sobre la base de los datos disponibles. Si se comprueba que alguna de las partes interesadas ha suministrado información falsa o engañosa, se hará caso omiso de dicha información y podrán utilizarse los datos de que se disponga. Se comunicarán a las partes interesadas las consecuencias de la falta de cooperación. 2. El hecho de no suministrar una respuesta mediante medios informatizados no deberá considerarse como una falta de cooperación siempre que la parte interesada muestre que presentar la respuesta de dicha forma supondría un trabajo o un coste suplementario desproporcionados. 3. Aunque la información facilitada por una parte no sea óptima en todos los aspectos, no deberá descartarse, siempre que las deficiencias no sean tales que dificulten sobremanera llegar a conclusiones razonablemente precisas y siempre que la información sea convenientemente presentada en los plazos previstos, sea cotejable y que la parte interesada la haya elaborado lo mejor posible. 4. Si no se aceptan elementos de prueba o información, la parte que los haya facilitado deberá ser informada inmediatamente de las razones que hayan llevado a ello y deberá tener la oportunidad de presentar nuevas explicaciones en los plazos previstos. Si las explicaciones no se consideran satisfactorias, las razones por las que se hayan rechazado tales elementos de prueba o información se comunicarán con las conclusiones publicadas. 5. Si las conclusiones, incluidas las relativas al valor normal, están basadas en las disposiciones del apartado 1, incluida la información facilitada en la denuncia, se deberá, siempre que ello sea posible y teniendo en cuenta los plazos de la investigación, comprobar la información a la vista de los datos obtenidos a partir de otras fuentes independientes disponibles, tales como listas de precios publicadas, estadísticas oficiales de importación y estadísticas de aduanas, y de la información facilitada durante la investigación por otras partes interesadas. Tal información podrá incluir, en su caso, datos pertinentes referentes al mercado mundial o a otros mercados representativos. 6. En caso de que una parte interesada no coopere o sólo lo haga parcialmente y, en consecuencia, dejen de comunicarse informaciones pertinentes, ello podrá conducir a un resultado menos favorable para esa parte que si hubiera cooperado”.

emisores podrán reclamar a dicha agencia de calificación crediticia indemnización por los daños y perjuicios que hayan sufrido a causa de tal infracción.

Sentados en este primer párrafo los elementos básicos de toda responsabilidad extracontractual (actuación dolosa o negligente, daño y causalidad), se respeta igualmente el principio de tipicidad, al incluir el elenco de infracciones en el Anexo III del mismo Reglamento (que será examinado en el apartado procedente de la presente tesis) y se concede legitimación activa para la acción de responsabilidad tanto a emisores destinatarios de la calificación (solicitada o no) como a los inversores: directos o últimos, siempre que, en términos del segundo párrafo de este apartado 1, el inversor perjudicado demuestre que “se ha basado en una calificación crediticia de manera razonable, en el sentido del artículo 5 *bis*, apartado 1, o la ha utilizado con el debido cuidado para tomar la decisión de invertir en un instrumento financiero cubierto por la calificación crediticia o de conservarlo o dejar de conservarlo”. Se excluye, así, las reclamaciones infundadas sin nexo directo daño/calificación, atribuyéndose la carga de la prueba (tanto del daño como de la diligencia) al sujeto reclamante. Al emisor le bastará demostrar que “él o sus instrumentos financieros están cubiertos por la calificación crediticia y que la infracción no ha sido debida a una información engañosa o inexacta proporcionada por el emisor a la agencia de calificación crediticia de forma directa o mediante datos a disposición pública”.

Lo mismo se puede predicar de la carga de la prueba respecto a los inversores, dejando tal cuestión clara el punto 3 de este 36 bis cuando atribuye al inversor o al emisor la carga (procesal, se entiende), de “presentar información precisa y detallada que indique

que la agencia de calificación ha cometido una infracción del presente Reglamento y que tal infracción ha afectado a la calificación crediticia emitida”.

Contrario senso, el legislador atribuye al órgano jurisdiccional nacional competente la función de “evaluar aquello que constituye información precisa y detallada, teniendo en cuenta que el inversor o el emisor puede no tener acceso a Información que pertenezca estrictamente al ámbito de la agencia de calificación crediticia”.

De tal modo, el legislador, a lo largo de tres reglamentos cuasi sucesivos, sienta no solo las bases, sino igual –y escaladamente- los principios, los tipos infractores y las normas procesales de competencia, legitimación activa y carga de la prueba en la materia. Lo que no hace sino evidenciar la relevancia del tema a estudio.

E. Estructuración y control interno: el departamento de función de cumplimiento (compliance).

Los epígrafes 20 a 22 de la guía de pautas y recomendaciones a seguir para el envío de documentación a enviar periódicamente al ESMA establecen, bajo el capítulo 5.9, intitulado “compliance, auditoría interna y gestión de riesgos” que cada CRA debe remitir semestralmente su plan de trabajo en materia de compliance y, en caso de actualización de la versión del mismo antes de dicho periodo, cuando esta se produzca. Igualmente, para el caso de que la ACC haya establecido una función de auditoría o comisionado auditores externos de un tercero, ESMA ha de recibir copia del plan de trabajo de auditoría interna en caso de actualización del mismo durante el periodo. Del

mismo modo, toda ACC debe someter al ESMA copias de los informes elaborados en materia de compliance, auditoría interna y gestión de riesgos.

Varios autores han escrito sobre el hecho, constatado, de que los departamentos de ratings de las ACC, responsables de generar el beneficio de la empresa, usan asunciones más positivas que sus departamentos de compliance, encargados como ya se ha examinado de controlar la certeza *ex post* de los ratings⁶⁹.

La función de compliance/ cumplimiento en las ACCs es independiente de las líneas de negocios; la línea de informes y compensación de cumplimiento se encuentran por separado y no están sujetas a una influencia directa por parte de la empresa. El organismo de cumplimiento es responsable de brindarle asesoramiento a la empresa en cuestiones reglamentarias de calificación crediticia y de interpretación de reglas; el diseño e implementación de mecanismos de control, incluyendo políticas y procedimientos, para evitar, detectar y resolver violaciones potenciales a la Ley y al Reglamento; y la capacitación de empleados de la compañía en requisitos y normas regulatorios.

Las áreas de compliance de las distintas ACCs instituyen diversos procesos de verificación dirigidos a que las distintas actividades de la empresa se ciñan a los requisitos regulatorios impuestos por sendas CNMV y AEVM, incluyendo a modo de ejemplo:

⁶⁹ Griffin, J. y D. Tang (2011). Did credit rating agencies make unbiased assumptions on CDO's? *American Economic Review: Papers & Proceedings* 101, 125-130.

- a) Monitorización, tanto al comienzo de la relación laboral como a lo largo de su curso, de las carteras de valores en posesión de los empleados, así como intereses comerciales externos y otras circunstancias que potencialmente pudieran dar lugar a conflictos de interés;
- b) Identificación, discriminación y gestión de sendas informaciones, no pública y otra información confidencial importante;
- c) Capacitación de personal en las políticas, procedimientos y sistemas establecidos para cumplir con los requisitos regulatorios;
- d) Seguimiento de las obligaciones de conservación de registros de los analistas;
- e) Elaboración y revisión regular documentos específicos requeridos por la CNMV y AEVM como los Códigos de Conducta Profesional, Manuales de Cumplimiento, Políticas de Rotación, metodologías y similares;
- f) Verificación de la inclusión de que los requisitos pertinentes sean incluidos en el contrato de servicios de calificación y comunicados de prensa que publiquen las ACCs;
- g) Asistencia a las empresas clientes en sus obligaciones de elaboración y presentación de informes de regulación ofreciendo consultas, respondiendo a preguntas sobre el alcance y suficiencia de datos, verificando plazos de entrega y presentaciones;
- h) Coordinación de inspecciones del regulador, revisión de los informes de inspección confeccionados a raíz de las inspecciones y acciones de seguimiento, tanto a nivel interno como externo.

F. Responsabilidad y revisión de las calificaciones

El plazo que discurre entre la percepción de situaciones (económicas, sociales...) que puedan afectar la realidad de una calificación previamente emitida, y la adopción por la ACC autora de la misma de las medidas pertinentes para adaptar la calificación obsoleta a la nueva realidad (en especial la reducción de la calificación –downgrading–), puede servir de base a la exacción de responsabilidad por negligencia. Incluso, cabría plantearse la existencia de una negligencia “in vigilando” por parte de la ACC debida a la previa existencia de tal obligación de “control de calidad”, a superponerse a la regulación misma y las facultades/obligaciones del regulador público.

G. Clausulado de exención de responsabilidad y la legislación de consumidores y usuarios

El punto 3 del artículo 35 bis del reglamento 1060/2009, incluido por el reglamento 462/2013, es claro cuando establece que la responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia a que se refiere el apartado 1 del mismo artículo 35 bis “únicamente se limitará de antemano si dicha limitación:

- a) es razonable y proporcionada, y
- b) está autorizada por el Derecho nacional aplicable, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 4.

La limitación o exclusión de responsabilidad civil carecerá de efectos jurídicos si no cumple las condiciones contempladas en el párrafo primero”

Es uso común de las ACCs incluir al final de sus documentos y clasificaciones un clausulado tipo de limitación de responsabilidad (los conocidos como *disclaimers*) por el cual intentan eximirse ex ante de cualquier responsabilidad, recordando ante todo la naturaleza de “meras opiniones” que ostenta toda calificación crediticia. En el caso de Moody’s, el clausulado sigue los siguientes parámetros:

“LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY’S INVESTORS SERVICE, INC. (“MIS”) Y SUS AFILIADAS SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY’S SOBRE EL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y REPORTES PUBLICADOS POR MOODY’S (“PUBLICACIONES DE MOODY’S”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY’S DEL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY’S DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES AL MOMENTO DE SU VENCIMIENTO Y CUALQUIER PÉRDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA OTROS RIESGOS, INCLUYENDO SIN LIMITAR:

RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO, O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN, Y NO SON, UN CONSEJO FINANCIERO NI DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON, NI PROPORCIONAN, RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER INSTRUMENTOS ESPECÍFICOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA ADECUACIÓN DE UNA INVERSIÓN PARA NINGÚN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS REPORTES CON LA EXPECTATIVA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA INSTRUMENTO QUE ESTÁ CONSIDERANDO PARA COMPRAR, RETENER, O VENDER.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITAR LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) Y NINGUNA PARTE DE DICHA INFORMACIÓN PODRÁ SER COPIADA O REPRODUCIDA DE MANERA ALGUNA, REFORMATEADA, TRANSMITIDA, CEDIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O

REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SER UTILIZADA CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN PARTE O EN SU TOTALIDAD, DE NINGUNA MANERA, POR NINGÚN MEDIO O POR NINGUNA PERSONA SIN PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona “TAL Y COMO ESTÁ”, sin ninguna clase de garantía. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza para asignar una calificación sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera confiables, incluyendo cuando corresponde, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en toda ocasión, verificar o validar de manera independiente la información que recibe en su proceso de calificación. MOODY'S no acepta, bajo ninguna circunstancia, responsabilidad alguna frente a personas o entidades por (a) cualquier pérdida o daño causado en su totalidad o en parte por, a resultas de, o en relación con, cualquier error (negligente o de otro tipo) u otras circunstancias o contingencias que se encuentren tanto bajo el control como fuera del control de MOODY'S o de cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados o agentes, en relación con la obtención, compilación, recopilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o distribución de dicha información, o (b) cualquier daño directo, indirecto, especial, mediato, inmediato o remoto (incluido, entre otros, el lucro cesante), que resulte del uso o de la incapacidad de usar tal información, aún en el supuesto de que se hubiera

advertido a MOODY'S con anterioridad de la posibilidad de que se produjeran dichos daños. En su caso, las calificaciones, análisis de reportes financieros, proyecciones, y otras observaciones, de haberlas, que pudieran formar parte de la información contenida en este informe son, y a tales efectos deben ser considerados exclusivamente como, declaraciones de opinión, y no declaraciones de hechos ni recomendaciones para comprar, vender o mantener cualesquiera títulos. Cada usuario de la información aquí contenida debe realizar su propio estudio y evaluación de cada instrumento que pudiera considerar para comprar, retener o vender.

MOODY'S NO CONCEDE NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, RESPECTO DE QUE DICHAS CALIFICACIONES Y DEMÁS OPINIONES E INFORMACIONES SEAN CORRECTAS, ACTUALIZADAS, COMPLETAS, COMERCIALIZABLES O APROPIADAS PARA NINGÚN OBJETO O FIN DETERMINADO.

MIS, agencia calificadora subsidiaria 100% propiedad de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MIS han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, retribuir a MIS por sus servicios de análisis y calificaciones mediante sus honorarios que oscilan entre los 1,500 dólares y aproximadamente los 2,500,000 dólares. MCO y MIS también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La

información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignados calificaciones de MIS y que también han informado públicamente a la SEC que mantienen un interés de propiedad en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody's.com, bajo el capítulo de “Shareholder Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy”.

Este clausulado es reiterado por Fitch, S&P y la práctica totalidad de las ACCs. Pero como todo clausulado de estas características, está sujeto a la legislación en materia de cláusulas abusivas y protección del consumidor, no solo en España, sino en todo el derecho comparado, ejemplo de lo cual es el ya referido 544-6 de la francesa loi de regulation bancaire et financière , de 23 de octubre de 2010, cuando afirma que las cláusulas dirigidas a excluir de responsabilidad a las Agencias de Calificación Crediticia mencionadas en el artículo L-544 están prohibidas y se entenderá no incluidas.⁷⁰

H. Responsabilidad, relación de causalidad y estándares legales:

Además de los estándares sajones del *Tort of fraud* y la *misrepresentation*, seguidos incluso por el Tribunal Supremo holandés en el caso VEB e.a. / World Online e.a., Hoge Raad, November 27, 2009, JOR 2010/43, de acuerdo con el estándar

⁷⁰“les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 sont interdites et réputées non écrites”

norteamericano⁷¹, se han de tener en cuenta, en la consideración jurisprudencial de la evolución del control de las ACCs, los de probable falsedad -"probably false"- como prius de aplicación del patrón de intencionalidad, que no es sino el conocido como Actual-malice, desarrollado en jurisprudencia americana por el New York Times vs. Sullivan como leading case, debiéndose probar que la actuación se llevó a cabo con conocimiento de su falsedad o con temerario desprecio hacia la verdad de la misma (*"with knowledge that the statement was false or with reckless disregard for whether or not it was true"*)⁷².

Otros patrones manejados en materia de responsabilidad de las ACCs son los de due diligence, que no es sino el patrón de diligencia del 1104. En similares términos, los patrones del Good neighbour, paterfamilias y lex artis.

Los estándares más relevantes desarrollados por la jurisprudencia americana son los que se encuentran en los asuntos que siguen:

- i. Dun & Bradstreet v. Greenmoss Builders ⁷³ como leading case que estableció la trascendencia pública de las calificaciones a efectos de delimitar la esfera de protección de la libertad de expresión

⁷¹ Sobre el concepto de misrepresentation en relación con derecho europeo y esta concreta sentencia del Tribunal holandés, vid. De Jong, Bas J. Liability for Misrepresentation - European Lessons on Causation from the Netherlands (March 8, 2011). European Company and Financial Law Review, Vol. 8 p. 352, 2011 .

⁷² *In re Enron Corp. Sec., Derivative & "ERISA" Litig.*, 511 F. Supp. 2d 742, 810 (S.D. Tex. 2005), *affd*, 446 F.3d 585 (5th Cir. 2006)

⁷³ *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders, Inc.*, 472 U.S. 749 (1985).

- ii. El standard de *Connicks vs. Myers* para distinguir la trascendencia privada de la calificación. Número de destinatarios, fin de la calificación. El contenido, la forma y el contexto de los asertos como parámetro de delimitación (content, form and context)

En lo atinente a la relación de causalidad y su configuración, se observa una evolución de la causalidad natural a la “strong inference” de las nuevas Secciones 15E (m) y 21D(b)(2) de la Securities Exchange Act de 1934, en su configuración dada por la Dodd-Frank Act, de 21 de julio de 2010. Así, la Sección 933 de la Dodd-Frank Act, bajo la intitulación “STATE OF MIND IN PRIVATE ACTIONS”, modifica la Securities Exchange Act de 1934 en lo atinente a la responsabilidad privada (secciones 15E m y 21D(b)(2) de la SEA en el sentido de aplicar su régimen sancionador a las ACC en la misma extensión y condiciones que los informes emitidos por sociedades contables o analistas de activos financieros bajo las leyes financieras. En el mismo sentido, y esto es esencial para la presente tesis, introduce el parámetro de la “intensa inferencia” (strong inference) en lo atinente a la conducta profesional dolosa o negligente de las ACC a los efectos de establecer el nexo de causalidad entre los procesos y emisión de la calificación y el daño sufrido por los accionantes⁷⁴. Así, el antiguo riguroso parámetro

⁷⁴ Sección 15E m) de la SEA en su redacción tras la Dodd-Frank Act:

(1) IN GENERAL.—The enforcement and penalty provisions of this title shall apply to statements made by a credit rating agency in the same manner and to the same extent as such provisions apply to statements made by a registered public accounting firm or a securities analyst under the securities laws, and such statements shall not be deemed forward-looking statements for the purposes of section 21E.

“(2) RULEMAKING.—The Commission shall issue such rules as may be necessary to carry out this subsection.”.

(b) STATE OF MIND.—Section 21D(b)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78u–4(b)(2)) is amended:

de exhaustiva acreditación de causalidad se suaviza en beneficio de los perjudicados, de forma paralela a la carga de acreditación de responsabilidad por dolo o negligencia.

Dicha relación de causalidad es examinada en derecho francés entre otros por Couret⁷⁵, quien insiste en la dificultad de la prueba del vínculo de derecho común.

Si en algo reside la esencia de la presente tesis es en identificar el título habilitante de responsabilidad de la ACC emisora de la calificación crediticia. Si, más allá de la expuesta conceptualización de la calificación como mera opinión se conceptuara como un acto de publicidad gratuita —entendiendo por tal la divulgación de características positivas de un determinado producto con el fin de influir positivamente en su adquisición—, se podría construir de iure una teoría en sustento de la responsabilidad, pero excluiría automáticamente los daños derivados del descenso de la calificación,

(1) by striking “In any” and inserting the following:

...

“(B) EXCEPTION.—In the case of an action for money damages brought against a credit rating agency or a controlling person under this title, it shall be sufficient, for purposes of pleading any required state of mind in relation to such action, that the complaint state with particularity facts **giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed**—

“(i) to conduct a reasonable investigation of the rated security with respect to the factual elements relied upon by its own methodology for evaluating credit risk; or “(ii) to obtain reasonable verification of such factual elements (which verification may be based on a sampling technique that does not amount to an audit) from other sources that the credit rating agency considered to be competent and that were independent of the issuer and underwriter.”.

⁷⁴ Cfr. Jonathan W. Heggen, “Not Always the World’s Shortest Editorial: Why Credit-Rating-Agency Speech Is Sometimes Professional Speech”. En *Iowa Law Review* 96, págs. 1745 a 1766.

⁷⁵ A. COURET, “les Agences de Notation: observations sur un angle mort de la réglementation”, Rev. Sociétés, 2003, p. 765.

inherentes a las situaciones de crisis económica. Se ha de buscar, por tanto, otro título determinante de la responsabilidad y con potencialidad de abarcar a sendas esferas, privada y pública, de afectados.

La acción por “negligent misrepresentation”, de amplio espectro en su configuración procesal anglosajona, a fecha de hoy no encuentra un alter ego en derecho continental – al menos, no en derecho español- que permita englobar todos los supuestos de calificaciones positivas y negativas. En todo caso, la importancia que en derecho anglosajón se le da al fallo en el cauce de comunicación como determinante del error provocado en el sujeto afectado desvirtuaría, en su caso, la transposición *per se* de esta construcción.

La descripción legal de esta acción se encuentra en The Restatement (Second) of Torts for the tort of Information Negligently Supplied for the Guidance of Others says, que establece que:

(1) One who, in the course of his business, profession or employment, or in any other transaction in which he has a pecuniary interest, supplies false information for the guidance of others in their business transactions, is subject to liability for pecuniary loss caused to them by their justifiable reliance upon the information, if he fails to exercise reasonable care or competence in obtaining or communicating the information.

(2) Except as stated in Subsection (3), the liability stated in Subsection (1) is limited to loss suffered (a) by the person or one of a limited group of persons for whose benefit and guidance he intends to supply the information or knows that the recipient intends to

supply it; and (b) through reliance upon it in a transaction that he intends the information to influence or knows that the recipient so intends or in a substantially similar transaction.

(3) The liability of one who is under a public duty to give the information extends to loss suffered by any of the class of persons for whose benefit the duty is created, in any of the transactions in which it is intended to protect them.

I. El Insider trading y sus medios de consecución: CDO's y demás activos financieros como instrumentos defraudatorios.⁷⁶

Según la web oficial de Afme⁷⁷, “una obligación de deuda garantizada (CDO) es un tipo de titularización en la que un fondo común de préstamos o valores se diversifica en secciones respaldadas por los flujos de efectivo del fondo común de activos. Las obligaciones de deuda garantizada pueden pagar, dos veces por año, en forma trimestral o mensual un cupón fijo o variable, con la mayor parte de la deuda preferencial calificada desde AAA a A y la subordinada desde BBB a B o una "sección de primera pérdida" sin calificar. Hay muchas clases de obligaciones de deuda garantizada. Algunas están respaldadas por un fondo común de clases sencillas de activos (diversificados en hipotecas, en préstamos a la pequeña y la mediana empresa, a las grandes empresas) o de una mezcla de clases de activos.

⁷⁶ Cfr. Jonathan W. Heggen, “Not Always the World’s Shortest Editorial: Why Credit-Rating-Agency Speech Is Sometimes Professional Speech”. En *Iowa Law Review* 96, págs. 1745 a 1766.

⁷⁷ <http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?id=6360&LangType=1034>

Debido a su complejidad [prosigue la cita] algunas CDO pueden ser relativamente volátiles en lo que se refiere a las calificaciones y a su valor de mercado. Por ejemplo, las CDO que hallan respaldo en las secciones de otras titularizaciones, en especial los préstamos subprime, han resultado ser muy volátiles y muchas de ellas han sido degradadas. Otras CDO, tales como las respaldadas por préstamos corporativos, han resultado ser relativamente estables y continúan ofreciendo rendimientos altos con una estabilidad razonable”. No obstante, el exceso en la búsqueda de lucro a que se dirigen estos instrumentos, hizo necesario en su día la tecnificación máxima de las ACC

J. La retirada de la calificación como modificación de la responsabilidad.

Las ACCs suelen tener una política de retirada de la calificación en caso de darse determinadas circunstancias, normalmente negativas. Dichas actuaciones de retirada de calificaciones previamente otorgadas, cuando obedecen a la detección de errores en el proceso de calificación que han dado lugar a daños y se adoptan *motu proprio*, sin intimación previa del emisor, el regulador o el eventual destinatario del daño, puede determinar cuando menos la concurrencia de una circunstancia modificativa de responsabilidad, asimilable bien al arrepentimiento espontáneo, bien al intento de reparar el daño causado penales/sancionadores.

A modo de ejemplo práctico, a finales de agosto de 2009, Moody's anunció la retirada de la calificación crediticia de la cadena hotelera Sol Meliá, a la fecha con un rating de 'Ba3', por "razones económicas" ante un probable incumplimiento de la cadena. Dicha ACC rebajó el rating de Sol Meliá desde 'Baa3' a 'Ba3', debido a la debilidad que atravesaba el sector turístico y a la caída de ingresos que afectaba a la cadena hotelera, manteniendo su perspectiva "negativa". De esta forma, la agencia indicó que las favorables perspectivas sobre el negocio eran "muy poco probables a medio plazo", aunque señaló que teniendo en cuenta el perfil de la compañía, con un nivel "razonable" de reservas en el segmento urbano, era probable que la cadena mejorara su deuda cuando las condiciones de mercado se estabilizaran.

A principios del mes de junio de 2009, la agencia de calificación ya había revisado el rating de la compañía y anunciado posibles rebajas. Por su parte, Sol Meliá informó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) que no contaría con los servicios prestados por parte de Moody's, poniendo así fin a la relación contractual existente entre ambas compañías.

La cadena hotelera explicó entonces que había tomado esta decisión debido a la "no existencia en el balance de la compañía de instrumentos sujetos a calificación crediticia" y a "la ausencia de importancia de contar con la evaluación constante", dado el "difícil acceso a los mercados financieros provocado por la inestable situación macroeconómica".

En cuanto a la calificación entonces vigente (Ba3, en vigilancia negativa), la cadena informó de que sería conservada en caso de que la relación entre ambas compañías se

retomara en el futuro. Fuentes de la cadena hotelera indicaron que esta decisión, aunque coincidía en el tiempo, no se debía a la rebaja de calificación sobre la compañía y que la relación entre ambas compañías era buena.

Asimismo, insistieron en que los motivos de prescindir de los servicios de Moody's se debían a que no existía deuda sujeta a calificación ni condiciones para acceder a los mercados financieros, por lo que no se consideraba necesaria su evaluación. Las mismas fuentes recalcaron que si estas condiciones vuelven a darse, la cadena estaría "encantada" de contar de nuevo con sus servicios.

Hay que apuntar, en este momento del ejemplo, que el beneficio neto de Sol Meliá había caído un 96,8% en el primer semestre del 2009, hasta 1,17 millones de euros. Los ingresos alcanzaron los 544,9 millones de euros, lo que representó a la fecha un descenso del 11,9%, mientras que el beneficio bruto de explotación (Ebitda) se había situado en los 85,9 millones de euros, un 30,9% menos.

La cadena hotelera destacó que la crisis que afectaba al sector en el 2009 al se reflejaba "especialmente" en los hoteles urbanos, debido a las restricciones en las políticas de viajes, incentivos y reuniones de las empresas, mientras que en el segmento vacacional venía por su parte acusando las progresivas reducciones en la capacidad contratada por touroperadores y los efectos de la depreciación de la libra sobre el mercado emisor británico.

K. Responsabilidad y control interno

El artículo 95 de la ley 24/1988 de 28 julio, del mercado de valores, establecido tras la modificación operada en la misma por ley 15/2011, prevé, de manera similar a otros supuestos legales de diversidad de posibles responsables por ilícitos, además de responsabilidad administrativa sancionable in genere de las ACC, la posibilidad de imputar subjetivamente responsabilidad administrativa a “ las personas que participan en las actividades de calificación, las entidades calificadas o terceros vinculados, los terceros a los que las agencias de calificación crediticia hayan subcontratado algunas de sus funciones o actividades, y las personas relacionadas o conectadas de cualquier otra forma con las agencias con las actividades de calificación crediticia...”. Se prevé, así, un amplio abanico de posibles sujetos responsables administrativamente

XII. Responsabilidades de Derecho público: Administración, administrados y afectados por la Actividad de las ACC's.

Derecho sancionador

En este capítulo analizaremos las responsabilidades que se pueden exigir a las administraciones públicas que se solapan en los distintos estadios de la actuación de las ACCs –esencialmente la CNMV como supervisor nacional y la AEVM como supervisor europeo-, por actuaciones dolosas o negligentes en el ejercicio de sus funciones de regulación, supervisión, intervención y, en su caso, exacción de responsabilidades.

A. La responsabilidad de la CNMV como supervisor nacional por defectos en relación con las ACCs. La STS de 16 de mayo de 2008

Si bien ya se ha hablado de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como regulador *per se* en materia de mercados y activos financieros, se ha de traer su funcionamiento a colación en este epígrafe, pues a nivel nacional –y sin perjuicio de su coordinación con otros reguladores europeos y su responsabilidad por delegación de la AEMV- su relación de supervisión e intervención en relación con las ACC es materialmente la más inmediata, y defectos en dicha relación imputables a sus acciones y omisiones, dolosa o negligentemente, pueden ser fuente de responsabilidad administrativa, habida

cuenta que las potestades otorgadas a este supervisor, en concepto de tales, no solo implican facultades, sino también obligaciones cuyo incumplimiento conlleva el nacimiento de responsabilidad, máxime cuando en ocasiones son el único sujeto que, en relaciones complejas y plurilaterales como son las financieras, tiene liquidez perseguible. Otros sujetos de dichas relaciones, como entidades de crédito, fondos de inversión o las mismas ACC, tienen diversos mecanismos para eludir de facto, o cuando menos dificultar, el acceso al abono efectivo de eventuales deudas por responsabilidad. Como defienden expertos de la talla de Giesen⁷⁸, los supervisores financieros nunca pueden ser inmunes, hasta el punto de que tanto el artículo 1.2 de la Ley de funcionamiento del Banco de España como el art. 14 de la ley del Mercado de Valores reconocen expresamente dicha responsabilidad. Así, el art. 14.2 de la LMV se remite expresa y globalmente a la 30/1992 en lo referente a su régimen jurídico:

“1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores es un ente de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que se regirá por lo establecido en la presente Ley y en las disposiciones que la completan o desarrollan.

2. En el ejercicio de sus funciones públicas, y en defecto de lo dispuesto en esta Ley y en las normas que la completen o desarrollen, la Comisión Nacional del Mercado de Valores actuará con arreglo a lo establecido en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del

⁷⁸ GIESEN, Ivo: *"Regulating Regulators through Liability - The Case for Applying Normal Tort*

Rules to Supervisors", Utrecht Law Review, vol. 2, núm. 1, junio 2006. Pp. 7-31

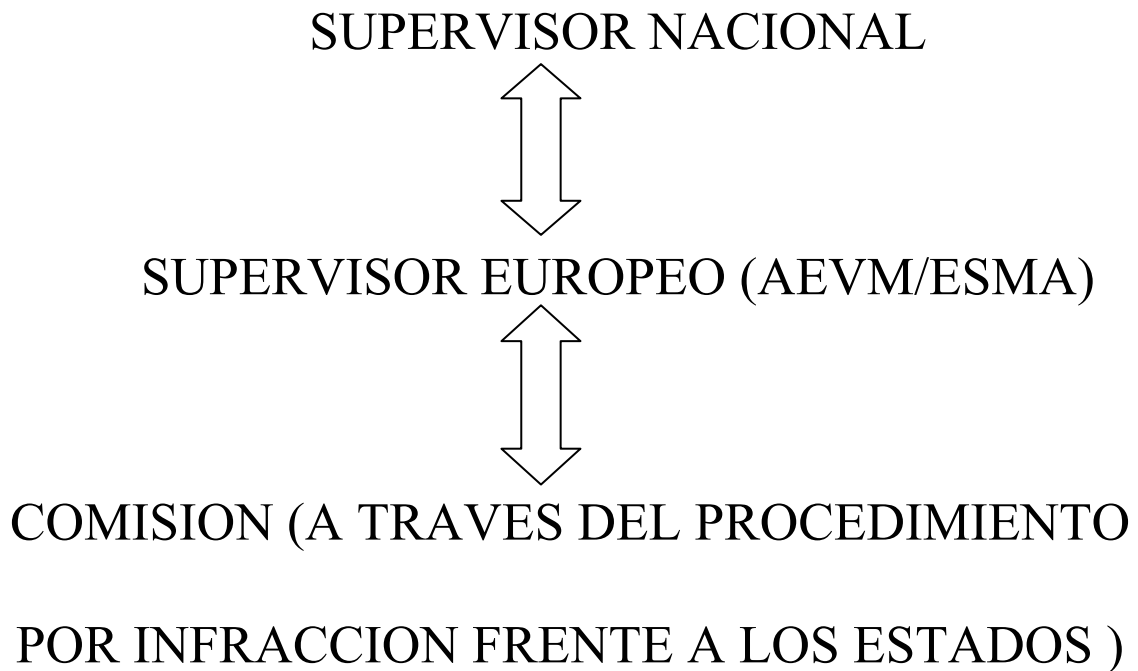
Procedimiento Administrativo Común, y en la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado”.

Lo expuesto es lógica consecuencia de que, en su naturaleza de supervisores públicos, no solo son parte de la Administración, sino por la misma relevancia que para el interés general tienen el eficiente desempeño de sus funciones de control, supervisión, corrección y, en su caso, imposición de sanciones. Así lo ha reconocido la propia Sala de lo contencioso-administrativo del Tribunal Supremo, en relación con responsabilidad de la CNMV por omisiones en su actuación supervisora en relación con una Agencia de Valores, en su sentencia de 16 de mayo de 2008, donde se reconoce la responsabilidad del supervisor nacional por no haber tomado medidas en relación con la tenencia por la AV de cartera con valores anotados a su propio nombre ni el binomio doble financiación-doble prenda con que actuaba en los mercados. Ello a pesar de que una inspección, anterior en 16 meses a la intervención, había detectado al menos la primera conducta ilícita. Al respecto, declara la responsabilidad, mas la exime para el caso concreto por inexistencia del nexo causal entre daño y omisión de la CNMV.

B. Responsabilidad *in vigilando* de las Administraciones Públicas como título habilitante para exigir responsabilidad administrativa. Concurrencia de autoridades de supervisión y la supervisión por delegación.

En el supuesto de las posibilidades de delegación del Supervisor Europeo (ESMA/AEVM) en los supervisores nacionales, la propia Exposición de Motivos del reglamento 1095/2010, de 24 de noviembre, creador de la AEVM, ya preveía en su punto 31 que dicha Autoridad debía poder obligar a las autoridades nacionales de supervisión a adoptar medidas específicas para resolver una situación de emergencia. Medidas éstas que debían entenderse sin perjuicio de los poderes que mantiene la Comisión con arreglo al artículo 258 TFUE para iniciar un procedimiento por infracción contra aquellos Estados miembros cuya autoridad de supervisión no haya tomado medidas, y sin perjuicio del derecho de la Comisión en tales circunstancias de solicitar medidas provisionales con arreglo al Reglamento de procedimiento del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Asimismo, deben entenderse sin perjuicio de cualquier responsabilidad en que pueda incurrir dicho Estado miembro con arreglo a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea si sus autoridades de supervisión no adoptan las medidas exigidas por la Autoridad.

En suma, se produce una concatenación de relaciones de supervisión/control recíproco que siguen el esquema



La posibilidad de que el Supervisor Europeo delegue en supervisores nacionales pretende, de acuerdo con la Exposición de Motivos del 1095/2010, reducir la duplicación de las tareas de supervisión, estimular la cooperación y, de esta manera, racionalizar el proceso de supervisión y reducir la carga impuesta a los participantes en los mercados financieros. De ahí que el Reglamento de creación de la AEVM proporcione la base jurídica para dicha delegación.

Dentro del respeto de esta regla general de delegación, se permite a los Estados miembros crear condiciones particulares para la delegación de responsabilidades, por ejemplo en lo relativo a la información y comunicación de las disposiciones de delegación. La delegación de funciones significa que estas las realiza La -o una- autoridad nacional de supervisión distinta de la autoridad responsable, aunque la responsabilidad de las decisiones de supervisión sigue recayendo en la autoridad delegante. Mediante la delegación de competencias, la autoridad nacional de supervisión (autoridad delegada) debe poder decidir sobre un determinado asunto de supervisión en su propio nombre en lugar de la autoridad delegante. Las delegaciones deben regirse por el principio de asignar la competencia de supervisión a un supervisor que esté en las mejores condiciones para adoptar medidas en el ámbito de que se trate, i.e., el principio administrativo de eficiencia. Una reasignación de competencias sería adecuada, por ejemplo, por motivos de economías de escala o alcance, de coherencia en la supervisión de un grupo, y de optimización del uso de los conocimientos técnicos entre autoridades nacionales de supervisión.

Las decisiones de la autoridad delegada deben ser reconocidas como determinantes por la autoridad delegante y otras autoridades competentes, si dichas decisiones están comprendidas en el ámbito de la delegación. La legislación pertinente de la Unión puede especificar los principios aplicables a la reasignación de competencias previo acuerdo. La Autoridad debe facilitar y supervisar los acuerdos de delegación entre autoridades nacionales de supervisión por todos los medios adecuados. Debe ser informada de antemano

de los acuerdos de delegación previstos para, en su caso, poder dictaminar al respecto.

C. La (eventual) responsabilidad patrimonial de la Administración comunitaria

a) Principios de la responsabilidad patrimonial de la Unión Europea por los actos y resoluciones de las Instituciones y sus agentes. La Sentencia Agraz y otros/Comisión, C-243/05 P, EU:C:2006:708,

Dejando de lado la responsabilidad contractual de la Unión cuando existe cláusula compromisoria y la del legislador europeo por los resultados lesivos consecuencia del derecho derivado de contenido obligatorio en todos sus elementos (v.g., reglamentos y decisiones), el artículo 340 TFUE decreta que la Unión debe reparar, de conformidad con los principios generales comunes a los derechos de los Estados Miembros, los daños causados por sus instituciones o agentes en el ejercicio de sus funciones.

Es esta la acción de daños y perjuicios, desarrollada in extenso por la jurisprudencia TJUE, cabiendo citar por todas la dictada en casación el 9 de noviembre de 2006 por la Sala primera en el caso C-243/05, Agraz y otros/Comisión, C-243/05 P (ref. EU:C:2006:708)

En dicha sentencia las recurrentes, todas ellas industrias alimentarias, solicitaban del Tribunal de Justicia que anulara parcialmente la sentencia del Tribunal de Primera Instancia de las Comunidades Europeas de 17 de marzo de 2005, Agraz y otros/Comisión (T-285/03, Rec. p. II-1063, por la cual éste desestimó su solicitud de reparación del perjuicio presuntamente sufrido como consecuencia del método adoptado para el cálculo del importe de la ayuda a la producción prevista en el Reglamento (CE) nº 1519/2000 de la Comisión, de 12 de julio de 2000, que a su vez fijaba el precio mínimo y el importe de la ayuda para los productos transformados a base de tomate para la campaña 2000/2001 (DO L 174, p. 29); el Tribunal de primera instancia europeo desestimó el recurso aduciendo que el perjuicio alegado no era cierto y, por lo tanto, no concurrían los requisitos que deben cumplirse para que se genere la responsabilidad extracontractual de la Comunidad.

Es a raíz del examen de la apreciación judicial de instancia de estos requisitos que el Tribunal de Justicia tiene una nueva oportunidad de esclarecer la trilogía acto de la administración/lesión/causalidad, y en el caso concreto confirma la jurisprudencia reiterada que establece que, para que se genere la responsabilidad extracontractual de la Comunidad a la que se refiere el artículo 288 CE, párrafo segundo, es necesario que concurran un conjunto de requisitos, relativos a:

- La ilicitud de la actuación imputada a la institución comunitaria,
- La realidad del daño, y
- La existencia de una relación de causalidad entre la actuación de la institución y el perjuicio invocado

El TJUE se remite al apartado 9 de la sentencia Birra Wührer y otros/Consejo y Comisión, y al apartado 61 de la sentencia de 30 de junio de 2005, dictada por el Tribunal en el asunto Alessandrini y otros/Comisión, C-295/03 P, Rec. p. I-5673).

En lo atinente a la ilicitud de la actuación imputada a la institución comunitaria, sólo los actos o a las actuaciones imputables a una institución o a un órgano comunitario pueden dar lugar a la responsabilidad de la Comunidad (véanse, en este sentido, las sentencias del Tribunal de Justicia de 10 de julio de 1985, CMC/Comisión, 118/83, Rec. p. 2325, apartado 31, y de 23 de marzo de 2004, Médiateur/Lamberts, C-234/02 P, Rec. p. I-2803, apartado 59).

El requisito relativo al daño exige, para el TJUE, que el perjuicio cuya reparación se solicita sea real y cierto (véanse, en este sentido, las sentencias De Franceschi/Consejo y Comisión, apartado 9, y Birra Wührer y otros/Consejo y Comisión, apartado 9), cuestión que incumbe demostrar a la parte recurrente (véanse las sentencias Roquette Frères/Comisión, antes citada, apartado 24, y de 16 de septiembre de 1997, Blackspur DIY y otros/Consejo y Comisión, C-362/95 P, Rec. p. I-4775, apartado 31).

En el caso de la presente tesis, la acreditación del daño causado por instituciones y agentes comunitarios puede corresponder:

- A los inversores perjudicados por la negligencia del supervisor europeo (o nacional delegado);

- A los emisores de productos calificados negligentemente por la ACC, cuando el supervisor, no obstante haberlo conocido, no ha corregido defectos en el proceso de calificación, las metodologías o la emisión, difusión o incluso revisión de su calificación
- A aquellas Agencias de Calificación perjudicadas por decisiones o actos de los supervisores y sus agentes.

En cuanto al tercer requisito, el de la relación de causalidad entre la actuación de la institución y el perjuicio invocado, el TJUE tiene reiterado que para que se genere la responsabilidad extracontractual de la Comunidad y se reconozca el derecho a la reparación del perjuicio sufrido, es necesario que concurran un conjunto de requisitos en lo que respecta a la ilicitud de la actuación imputada a las instituciones, a la realidad del daño y a la existencia de una relación de causalidad entre esa actuación y el perjuicio invocado (véanse, en particular, las sentencias *Birra Wührer y otros/Consejo y Comisión*, antes citada, apartado 9; de 29 de septiembre de 1982, *Oleifici Mediterranei/CEE*, 26/81, Rec. p. 3057, apartado 16; de 9 de septiembre de 2008, *FIAMM y otros/Consejo y Comisión*, C-120/06 P y C-121/06 P, Rec. p. I-6513, apartado 106, así como de 18 de marzo de 2010, *Trubowest Handel y Makarov/Consejo y Comisión*, C-419/08 P, Rec. p. I-2259, apartado 40).

Esta teoría de la responsabilidad patrimonial de la Union Europea por actuaciones de sus instituciones y agentes podría darse, en lo que interesa a la presente tesis, en

los supuestos en que instituciones, supervisores y agentes comunitarios acogen, aprueban o actúan bien como supervisores negligentes de las Agencias, bien como “revisores de calificaciones” o “cesionarios de metodologías” propias de las ACCs, sus actos, metodologías o ratings. En los epígrafes que siguen examinamos estas posibilidades, teniendo siempre en cuenta una serie de principios acuñados jurisprudencialmente por el TJUE:

1. la circunstancia de que la institución comunitaria disponga de un amplio margen de apreciación en la materia de que se trata no puede, por sí misma, conducir automáticamente a negar un carácter cierto al perjuicio alegado, resultante del comportamiento ilegal de esta autoridad.
2. el reconocimiento de un amplio margen de apreciación a la institución cuestionada no se opone a que, en determinados casos, el Tribunal de Justicia constate la existencia de un perjuicio reparable (véanse, en particular, las sentencias de 14 de mayo de 1975, CNTA/Comisión, 74/74, Rec. p. 533, y de 4 de octubre de 1979, Ireks-Arkady/Consejo y Comisión, 238/78, Rec. p. 2955).

b) Responsabilidad de la administración comunitaria como “revisora de calificaciones”. Caso T-387/11, Nitrogénművek Vegyipari Zrt. V. Comisión

Los órganos supervisores competentes no es que puedan corregir las calificaciones otorgadas por una ACC, habida cuenta que se trata de meras “opiniones” y, como tales, no serían susceptible de ser corregidas más que por sus autores a través de la revisión.

Podría decirse, desde este punto de vista epistemológico, que los supervisores pueden “sustituir” las opiniones crediticias de las ACC por las suyas propias en materias de su competencia, siempre que estén debidamente motivadas. Así lo constata el Tribunal General de la Unión Europea en su sentencia de 27 de febrero de 2013 en el caso T-387/11, Nitrogénművek Vegyipari Zrt. V. Comisión, donde se impugnaba la declaración de ciertas ayudas de estado como incompatibles con el mercado interior.

La Decisión de la Comisión Europea impugnada, en el seno del procedimiento administrativo sustituía la calificación BB otorgada por el Banco Magyar de Desarrollo por la calificación CCC. Impugnada dicha superposición de calificaciones, el Tribunal manifiesta en el punto 43 de la sentencia que de las actuaciones se deducía claramente que la Comisión no había podido contrastar la calificación de BBB atribuida por el Banco Magyar, habida cuenta que las autoridades húngaras no habían comunicado a la Comisión información alguna sobre la metodología empleada, Lo que llevó a la Comisión a la necesidad de confeccionar su propia calificación sobre la base de elementos conocidos como el hecho de que en el momento de la concesión del préstamo controvertido, la demandante (beneficiaria de la ayuda estatal e inicialmente calificada con la nota BB) y había cesado su actividad productiva, teniendo necesidad de financiación inmediata sin la cual no habría podido volver a comenzar la producción.

Lo expuesto pone de manifiesto la posibilidad de responsabilidad de la administración comunitaria en aquellos supuestos en que, arrogándose la posibilidad de corregir calificaciones crediticias, yerre en las mismas, en la forma, plazos y condiciones establecidos jurisprudencialmente para la exigencia de responsabilidad extracontractual

por actuación anormal de las Instituciones y agentes comunitarios prevista en el art. 340 TFUE.

c) Responsabilidad de la administración comunitaria como “cesionaria de metodologías” propias de las ACCs. Sentencia del TJUE C-559/12-P, la Poste vs. Comisión europea

Mediante la calificación de la administración comunitaria como “cesionaria de metodologías”, y en relación con lo expuesto en el capítulo de la presente tesis referido a las mismas, planteo la posibilidad del nacimiento de responsabilidad patrimonial comunitaria, *ex* artículo 340 TFUE, en aquellos supuestos en que una Institución o agente comunitario, en ejercicio de sus funciones, actúa de tal manera que se le pueda atribuir responsabilidad patrimonial por actos o resoluciones ligados a las ACC. De tal modo, la petición de responsabilidad no es a la ACC, sino que nace directamente de la Unión Europea, pero por actos o resoluciones relacionados con la actividad de Agencias de Calificación.

Esta reflexión, expuesta en meros términos de *food for thought*, viene a raíz de la Sentencia de la Sala Primera del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 3 de abril de 2014, dictada en casación en el asunto C-559/12-P, en materia de Ayudas de Estado, y en concreto a raíz de una Ayuda de Estado en forma de garantía implícita ilimitada en favor de la sociedad estatal de correos francesa (La Poste), resultante de su estatuto de organismo público.

En relación a los hechos, cumple exponer que se impugnaba originariamente una Decisión de la Comisión Europea [Decisión 2010/605/UE de la Comisión, de 26 de enero de 2010, relativa a la ayuda estatal C 56/07 (ex E 15/05) concedida por Francia a La Poste (DO L 274, p. 1)] por la concluía –tras el procedimiento pertinente- que una garantía ilimitada concedida en su día por el Estado francés de la que se beneficiaba La Poste no sólo implicaba una transferencia de recursos del Estado, sino que le era imputable. Por ello, concluyó que la garantía discutida constituía una ayuda de Estado en el sentido del artículo 107 TFUE, apartado 1 y que, incluso si se modificaba de la forma sugerida por las autoridades francesas, no reuniría ninguna de las condiciones para poder ser declarada compatible con el mercado interior (considerandos 303 a 315 de dicha Decisión). Por consiguiente, la Comisión decidió, a tenor del artículo 1 de la Decisión controvertida, que «la garantía ilimitada concedida por Francia a La Poste constituye una ayuda estatal incompatible con el mercado interior[, y que] Francia debía suprimir esta ayuda a más tardar el 31 de marzo de 2010».

A los efectos de la presente tesis, la relevancia del caso a examen reside en que la Comisión apreció, por un lado, que las condiciones de crédito más favorables obtenidas por La Poste en virtud de esa garantía ilimitada constituían una ventaja selectiva (considerandos 256 a 300 de la Decisión controvertida), y ello *teniendo en cuenta también diversos análisis y metodologías de las agencias de calificación*, de los que se desprendía que esta garantía, como factor esencial del apoyo del Estado a La Poste, influía positivamente en la calificación financiera de ésta y por tanto en las condiciones de crédito que podía obtener (considerandos 258 a 293 de la Decisión controvertida). Por otro lado, la Comisión consideró que la medida examinada podía falsear la competencia y afectar a los intercambios entre los Estados miembros (considerando 301

de esta Decisión). En suma, la Comisión acudía a metodología de las Agencias de Calificación para acreditar la ilicitud de una Ayuda de Estado.

El Tribunal General de la Unión Europea desestimó en primera instancia la pretensión de Francia basada en un error cometido por la Comisión al haber concluido, refiriéndose también a los análisis de las agencias de calificación, que la existencia de una garantía de Estado podía generar una ventaja en beneficio de La Poste. En los apartados 113 a 116 de dicha sentencia desestimó la segunda parte de este motivo, basada en que la Comisión había concluido erróneamente que la supuesta garantía del Estado podía atribuir una ventaja a La Poste por la influencia positiva que tenía en su calificación financiera.

En su recurso de casación, la República Francesa sostuvo que el Tribunal General había desnaturalizado los elementos de prueba que se le aportaron, por un lado, cuando consideró en el apartado 110 de la sentencia recurrida que la Comisión podía referirse a los métodos de las agencias de calificación para confirmar, y no para probar, la existencia de una ventaja. A su juicio, lo mismo puede predicarse, por otro lado, cuando declaró, en los apartados 111, 116 y 123 de dicha sentencia, que la Comisión había aportado así elementos suficientes que permitieran demostrar que la garantía concedida a La Poste constituía una ventaja, desestimando además las alegaciones del Gobierno francés según las cuales las agencias de calificación no eran «sensibles» al estatuto jurídico de La Poste.

El Tribunal desestima tal pretensión del gobierno francés en los puntos 107 y 108 de la sentencia, donde resuelve, de conformidad con el punto 62 de las conclusiones del

Abogado General, Jääskinen, que la Comisión puede recurrir a los datos aportados por las agencias de calificación únicamente a fines de confirmar tal existencia de la ventaja que una garantía implícita e ilimitada del Estado confiere a su beneficiario, de lo cual deduce el órgano de casación que el Tribunal General reconoció acertadamente en el apartado 110 de la sentencia recurrida la pertinencia de la referencia realizada por la Comisión en la Decisión controvertida a los métodos de calificación de dichas agencias.

El Abogado General defendía, en el punto 62 de sus conclusiones, que la Comisión se remitió a los métodos y los datos de las agencias de calificación precisamente para encuadrar correctamente el contexto económico de la garantía litigiosa. A este respecto, opinó que, sin perjuicio de la inaplicabilidad de la prueba del inversor privado al caso de autos, el abanico de instrumentos a los que puede recurrir la Comisión para motivar su análisis debería ser amplio. En consecuencia, han de admitirse las condiciones de crédito más favorables respaldadas por los datos de las agencias de calificación. Asimismo, el Tribunal General actuó correctamente al confirmar su pertinencia en los apartados 115 a 117 de la sentencia recurrida, rechazando la imputación relativa al razonamiento circular formulada ante él.

De la citada sentencia se deduce la posibilidad de utilización por las instituciones de metodologías propias de las agencias de rating. El problema puede surgir:

- Cuando la metodología es defectuosa per se, y deviene en resultados lesivos para el destinatario del acto comunitario, o

- Cuando la institución o agente comunitario aplica erróneamente metodología correcta de una agencia de rating, por ejemplo utilizando metodología de operaciones a largo plazo para calcular riesgos al corto o incluso intradía

En dichos casos cabría acudir a la acción de responsabilidad extracontractual por daños causados por instituciones o agentes en el ejercicio de sus funciones, regulada en el artículo 340 TFUE y con los criterios y requisitos acuñados por la jurisprudencia, ya vistos en el apartado primero de este capítulo

d) Responsabilidad patrimonial de los supervisores financieros europeos

La puesta en marcha de los diversos supervisores europeos y en especial del ESMA, ya descrito anteriormente, abre la posibilidad de exacción de responsabilidad de los organismos europeos reguladores por sus actos o resoluciones lesivas. Apartamientos del reglamento regulador, actuaciones defectuosas por negligencia o incluso dolosamente lesivas, así como dilaciones en la intervención reguladora entran igualmente dentro del ámbito del 340 TFUE, máxime cuando entran en juego la supervisión nacional por delegación del ESMA y los conflictos de intereses al solicitar ratings de deuda soberana.

La responsabilidad extracontractual del ESMA se regula con carácter general en el artículo 69 del reglamento 1095/2010, de creación de dicha autoridad, ya tratado al hablar de su estructura y funciones. Dicho artículo establece que

“1. En materia de responsabilidad extracontractual, la Autoridad deberá reparar los daños causados por ella o por su personal en el ejercicio de sus funciones, de conformidad con los principios generales comunes a los ordenamientos jurídicos de los Estados miembros. El Tribunal de Justicia de la Unión Europea será competente para conocer de los litigios que se refieran a la reparación por ese tipo de daños.

2. La responsabilidad del personal respecto a la Autoridad en cuestiones financieras y disciplinarias estará regulada por las disposiciones pertinentes aplicables al personal de la Autoridad”.

La primera frase del punto 1 prácticamente transcribe el artículo 340 TFUE, añadiéndose únicamente la sumisión expresa a la jurisdicción del TJUE y diferenciándose las materias de responsabilidad extracontractual, disciplinaria y financiera en el punto 2., cada una sujeta a sus distintas normas habida cuenta de sus respectivas naturalezas.

A modo de conclusión de este capítulo, cabe inferir que a menudo, y al igual que en la administración de justicia, una intervención administrativa temprana puede evitar males mayores y, *contrario sensu*, la dilación en adoptar medidas de contención de daños puede determinar el fracaso de toda medida, norma o remedio posterior: en justicia y regulación, la justicia/intervención tardía puede equivaler a su inexistencia. Y contrastada la existencia de mecanismos preventivos a disposición de los reguladores, los perjudicados por un rating fraudulento o negligente pueden encontrar, en la tardanza

en reaccionar preventivamente, un título de responsabilidad a esgrimir frente a la Administración ralentizada. Bastaría al respecto, en principio, en comprobar la existencia y disponibilidad por la Administración de mecanismos cautelares y preventivos adecuadamente eficientes

D. Responsabilidad del estado legislador por la introducción, en diversos textos normativos, del requisito de un determinado rating a empresas, bancos *et alii* para poder actuar en determinados ámbitos.

En los últimos años, diversa normativa en sus distintitos rangos ha introducido expresamente, como requisito para el acceso a ciertas prestaciones o a la contratación pública, el recurso y posterior obtención de una determinada calificación crediticia, tanto a nivel de leyes y normas con rango de ley como a nivel reglamentario.⁷⁹ Es la "*responsabilité de l'état du fait des lois*" francesa, derivada no solo de la *mens*, sino de la *voluntas legislatoris* plasmada en una actividad efectiva de producción de normas lesiva para sujetos pasivos mediatos e inmediatos, y que se articula en 3 niveles:

1) Primer nivel –responsabilidad del Estado legislador comunitario

En materia de responsabilidad del estado legislador comunitario, se ha de acudir sobre todo a la jurisprudencia del TJUE, que como en tantas otras materias ha perfilado los

⁷⁹ García de Enterría, Eduardo, La responsabilidad patrimonial del Estado legislador, Editorial Aranzadi, Thomson-Cívitas, Madrid, 2005, pp. 129-132

requisitos, parámetros y criterios de la responsabilidad del legislador comunitario: son esenciales al respecto las dictadas por el TJUE en los asuntos Asuntos 46 y 48/93, resueltos en la Sentencia de 5 de marzo de 1996, *Braasserie du Pêcheur*, y *Factortame*.

En el asunto *Brasserie du Pêcheur*, una sociedad francesa con domicilio en Alsacia, se vio obligada, a finales de 1981, a interrumpir sus exportaciones de cerveza a Alemania al considerar las autoridades alemanas que la cerveza fabricada por dicha sociedad no era conforme a los artículos 9 y 10 de la *Biersteuergesetz* de 14 de marzo de 1952 (Ley del Impuesto sobre la Cerveza). Entendiendo que los citados preceptos infringían el art. 30 del Tratado CEE, la Comisión inició un procedimiento por incumplimiento en contra de la República Federal de Alemania que se refería tanto a la prohibición de comercializar bajo la denominación de "Bier" cerveza legalmente fabricada en otros Estados miembros según métodos distintos, como a la prohibición de importar cerveza con aditivos. En su sentencia de 12 de marzo de 1987, *Comisión/Alemania* (178/84, Rec.p.1227), el TJCE declaró incompatible con el art. 30 del Tratado la prohibición de comercializar cerveza que no se ajustaba a los referidos preceptos de la legislación alemana, importadas de otros Estados miembros.

En cuanto a la sentencia *Factortame*, En el segundo de los asuntos citados, el C-48/93, la entidad *Factortame* entabló un procedimiento ante la High Court of Justice, Queen's Bench Division en el que se impugnaba la compatibilidad de la Parte II de la *Merchant Shipping Act 1988* con el Derecho comunitario y, especialmente, con el art. 52 del Tratado CEE. La referida Ley establecía la creación de un nuevo registro de buques de pesca británicos y supeditaba, a partir de ese momento, la

matriculación de estos últimos, incluidos los ya matriculados en un registro antiguo, a determinados requisitos de nacionalidad, de residencia y de domicilio de los propietarios. A los barcos de pesca que no pudieran matricularse en el nuevo registro se les privaba del derecho a faenar.

En respuesta a las cuestiones planteadas por el órgano jurisdiccional que conocía del asunto, el Tribunal de Justicia, en la Sentencia de 25 de julio de 1991, *Factortame* y otros, "*Factortame* I" (C-221-89, Rec.p. 1-3905), declaró que el Derecho comunitario se oponía a requisitos de nacionalidad, de residencia y de domicilio de los propietarios, fletadores, armadores de buques de pesca como los establecidos por el sistema de matriculación creado en el Reino Unido, pero que, en cambio, no se oponía a que se exigiera como requisito de matriculación, que el buque fuera explotado y sus actividades dirigidas y controladas desde el territorio del Reino Unido.

El 4 de agosto de 1989 la Comisión había interpuesto un recurso por incumplimiento contra el Reino Unido. Paralelamente había presentado una demanda de medidas provisionales destinada a que se suspendiera la aplicación de los requisitos de nacionalidad antes citados por ser contrarios a los arts. 7, 52 y 221 del Tratado CEE. Mediante auto de 10 de octubre de 1989, el Presidente del Tribunal de Justicia acordó la adopción de las medidas provisionales solicitadas. En cumplimiento del referido auto el Reino Unido adoptó disposiciones por las que se modificaba el nuevo sistema de matriculación con efectos a partir del 2 de noviembre de 1989. Mediante Sentencia de 4 de octubre de 1991, Comisión/Reino Unido (C-246/89, Rec.p. 1-4585), El TJCE confirmó que los requisitos de

matriculación controvertidos en el recurso por incumplimiento eran contrarios al Derecho comunitario. Mediante la primera cuestión prejudicial planteada, ambos órganos jurisdiccionales nacionales desean fundamentalmente saber si el principio conforme al cual los Estados miembros están obligados a indemnizar los daños causados a los particulares por las violaciones del Derecho comunitario que les sean imputables es aplicable cuando el incumplimiento reprochado sea atribuido al legislador nacional. Se centra la cuestión, por tanto, en la responsabilidad del Estado legislador, en este caso por incumplimiento del Derecho comunitario.

A pesar de que en la Sentencia *Francovich* el Tribunal de Justicia ya había declarado que el Derecho comunitario impone el principio de que los Estados miembros están obligados a reparar los daños causados a los particulares por violaciones del Derecho comunitario que les sean imputables, los Gobiernos alemán, irlandés y neerlandés sostuvieron que la obligación de los Estados miembros de indemnizar los daños causados a los particulares sólo se impone en el caso de violación de disposiciones que no sean directamente aplicables. Opinan que, en la sentencia *Francovich*, el TJCE quiso simplemente colmar una laguna del sistema de garantía de los derechos de los particulares.

En la medida en que en Derecho nacional se les reconoce legitimación activa para hacer valer los derechos que se deducen de disposiciones de Derecho comunitario directamente aplicables, no es necesario concederles, además, un derecho de indemnización basado directamente en el Derecho comunitario en caso de infracción de tales disposiciones.

A este respecto, el TJCE afirmó categóricamente que tal argumentación no es de recibo. En efecto, es jurisprudencia reiterada que la facultad que tienen los justiciables de invocar ante los órganos jurisdiccionales nacionales las disposiciones directamente aplicables del Tratado sólo constituye una garantía mínima y no basta para asegurar por sí sola la aplicación plena y completa del Tratado destinada a hacer prevalecer la aplicación de disposiciones de Derecho comunitario frente a disposiciones nacionales, esta facultad no puede, en todos los casos, garantizar al particular el disfrute de los derechos que le confiere el Derecho comunitario y, en especial, evitar que sufra un perjuicio por una violación de este Derecho imputable a un Estado miembro.

De la doctrina sentada en la Sentencia *Francovich*, la plena eficacia de las normas comunitarias se vería cuestionada y la protección de los derechos que se reconocerán se debilitaría si los particulares no tuvieran la posibilidad de obtener una reparación cuando sus derechos son lesionados por una violación del Derecho comunitario. Así sucede cuando un particular, víctima de la no adaptación del Derecho interno a una Directiva y que no tiene la posibilidad de invocar directamente determinadas disposiciones de ésta ante el órgano jurisdiccional nacional debido a su carácter insuficientemente preciso e incondicional, inicia un procedimiento reclamando la responsabilidad del Estado que haya incumplido sus obligaciones por infracción del párrafo tercero del artículo 189 del Tratado. Cuando se dan esas circunstancias, que precisamente concurrían en el citado asunto, la reparación tiene por objeto eliminar las consecuencias perjudiciales para los beneficiarios de una Directiva, derivadas de la no adaptación del Derecho interno a la misma por parte de un Estado miembro.

Así sucede igualmente en el caso de lesión de un derecho directamente conferido por una norma comunitaria que los justiciables tienen precisamente derecho a invocar ante los órganos jurisdiccionales nacionales. En este supuesto afirma el TJCE que "el derecho a reparación constituye el corolario necesario del efecto directo reconocido a las disposiciones comunitarias cuya infracción ha dado lugar al daño causado". Partiendo de la afirmación hecha en la Sentencia *Francovich* de que "el principio de la responsabilidad del Estado por daños causados a los particulares por violaciones del Derecho comunitario que le son imputables es inherente al sistema del Tratado", da un paso más en la Sentencia *Brasserie du Pecheur*, al afirmar que "tal principio es válido para cualquier supuesto de violación del Derecho comunitario por parte de un Estado miembro, independientemente de cual sea el órgano del Estado miembro a cuya acción u omisión se deba el incumplimiento".

Además, concluye el Tribunal, habida cuenta de la exigencia fundamental del ordenamiento jurídico comunitario que constituye la aplicación uniforme del Derecho comunitario que, "la obligación de reparar los daños causados a los particulares por violaciones del Derecho comunitario no puede depender de las normas internas de reparto de competencias entre los poderes constitucionales". No hay posibilidad, en definitiva, de que el Estado legislador quede inmune en cuanto a los daños y perjuicios que su actividad cause a los ciudadanos como consecuencia del sistema interno de articulación de los poderes de cada Estado.

A nivel positivo y como artículo similar al 139.3 LRAPyPAC se ha de acudir con carácter general al instrumento procesal del 340 TFUE. En tal sentido y a los efectos de la presente tesis, cumple exponer que el artículo 5 Quater del Reglamento UE 1060/2009, tras la modificación operada en el mismo por el 462/2013, establece que

“Sin perjuicio de su derecho de iniciativa, la Comisión seguirá revisando las referencias a las calificaciones crediticias en la legislación de la Unión que inciten o puedan incitar a una dependencia exclusiva o automática de las calificaciones crediticias por parte de las autoridades competentes, las autoridades sectoriales competentes, las entidades a que se hace referencia en el artículo 4, apartado 1, párrafo primero, u otros participantes en los mercados de servicios financieros, con vistas a suprimir, a más tardar el 1 de enero de 2020, todas las referencias a las calificaciones crediticias que figuren en el Derecho de la Unión con fines reglamentarios, a condición de que se determinen y apliquen alternativas adecuadas para la evaluación del riesgo de crédito”.

2) Segundo nivel –responsabilidad por producción de normas con rango de ley. Las aventuras y desventuras del artículo 6 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros

El artículo 139.3 de la LRJAPyPAC es claro cuando establece que “las Administraciones Públicas indemnizarán a los particulares por la aplicación de actos

legislativos de naturaleza no expropiatoria de derechos y que éstos no tengan el deber jurídico de soportar, cuando así se establezcan en los propios actos legislativos y en los términos que especifiquen dichos actos”. En consecuencia, y excepción hecha de los actos legislativos expropiatorios y aquellos de consecuencias necesariamente asumibles por los particulares (personas físicas o jurídicas), todo acto legislativo lesivo para particulares será fuente de responsabilidad. Sobre la responsabilidad del estado legislador se han escrito los más diversos tratados, monografías y tesis⁸⁰, lo cual exime de exponer la profusa teporía al respecto. Baste exponer a los efectos de la presente tesis, y como se ha venido aventurando a lo largo de la misma, que además de una responsabilidad civil extracontractual de las ACCs, los afectados pueden construir un título de responsabilidad del estado legislador en aquellos supuestos en que la ley ha obligado a acudir –y confiar- en las calificaciones dadas por las ACCs.

Expresivo ejemplo de lo expuesto (y del intento del legislador de corregir –o incluso sustraerse- a tal eventual responsabilidad) es la evolución sufrida por el artículo 6 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, que en su versión inicial establecía que:

“1. Los Bancos privados, Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito –a los que en adelante esta Ley se referirá con la denominación genérica de Entidades de Depósito–,

⁸⁰ Por todas, GARRIDO FALLA, F.: "Sobre la responsabilidad del Estado legislador", *R.A.P.*, n° 118, 1989 o, en materia tributaria, CAAMAÑO ANIDO, M.A.: "Nuevos matices de la jurisprudencia comparada en materia de declaración de nulidad de una norma y devolución de ingresos indebidos", *R.E.D.F Civitas*, n° 92, 1996.

deberán mantener un volumen suficiente de recursos propios en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos.

2. El Gobierno, previo informe del Banco de España, determinará con carácter general el nivel mínimo que deben alcanzar dichos recursos en función del volumen de los activos, avales, garantías y demás compromisos y del grado de riesgo inherente a las diferentes clases de éstos, pudiendo delegar en el citado Banco la modificación de ese nivel dentro de los límites que señale, así como la determinación de los porcentajes de valoración de los riesgos”.

Ninguna alusión a la necesidad de acudir a ratings se encuentra en la versión inicial, que se limita a hablar de la necesidad de las Entidades de Depósito de mantener un volumen “suficiente” de recursos propios en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos.

La Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos propios y supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras introdujo en el artículo 6 la necesidad de “mantener un coeficiente de solvencia igual o superior al porcentaje que reglamentariamente se determine”. Dicha ley definía el coeficiente de solvencia como “la relación existente entre los recursos propios y la suma de los activos, las posiciones y las cuentas de orden sujetos a riesgo, ponderados con arreglo a los criterios previstos en el número siguiente”. Prosigue la ley diciendo que reglamentariamente se determinarían los *métodos de cálculo* de estas exigencias de recursos propios, la ponderación de las diferentes inversiones, operaciones o posiciones, los posibles recargos por el perfil de riesgos de la entidad y las técnicas admitidas para la reducción del riesgo de crédito.

La ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero, modifica entre otros el citado artículo 6.2 de la 13/1985, que queda con el siguiente tenor:

La utilización a esos fines de calificaciones externas de crédito requerirá *que la empresa que las efectúe* haya sido reconocida a tal efecto por el Banco de España, de acuerdo con los criterios que establezca para ello y valorando, en todo caso, la objetividad, independencia, transparencia y continua revisión de la metodología aplicada, así como la credibilidad y aceptación en el mercado de las calificaciones de crédito realizadas por dicha empresa. Será exigible la autorización del Banco de España, en las condiciones que éste determine, para utilizar a esos mismos fines las calificaciones internas de crédito o métodos internos de medición del riesgo operacional y del riesgo de mercado desarrollados por las propias entidades

La ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia, modifica el párrafo segundo del artículo 6.2 de la Ley 13/1985, quedando redactado en los siguientes términos:

«La utilización a esos fines de calificaciones externas de crédito requerirá que éstas hayan sido emitidas o refrendadas por una *agencia de calificación crediticia* establecida en la Unión Europea y registrada de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento

(CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia o, tratándose de calificaciones de entidades establecidas o de instrumentos financieros emitidos fuera de la Unión Europea, que hayan sido emitidas por una agencia de calificación establecida en un Estado no miembro de la Unión Europea, que haya obtenido una certificación basada en la equivalencia según el Reglamento señalado. En ambos casos se requerirá además, que la agencia de calificación sea reconocida a tal efecto por el Banco de España, de acuerdo con los criterios que establezca para ello y valorando, en todo caso, la objetividad, independencia, transparencia y continua revisión de la metodología aplicada, así como la credibilidad y aceptación en el mercado de las calificaciones de crédito realizadas por dicha empresa. Será exigible la autorización del Banco de España, en las condiciones que éste determine, para utilizar a esos mismos fines las calificaciones internas de crédito o métodos internos de medición del riesgo operacional y del riesgo de mercado desarrollados por las propias entidades.»

Es en este punto donde se introduce expresa alusión a las ACCs, si bien limitándolas a aquellas que cumplen los requisitos establecidos por la normativa europea en la materia.

Finalmente, el artículo 1 del Real Decreto-Ley 14/2013 de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras, da una nueva redacción al citado artículo 6 y a los efectos que nos interesan a sus puntos 2 y 3, que quedan en los siguientes términos:

«2. Los grupos consolidables de entidades de crédito, así como las entidades de crédito no integradas en uno de estos grupos consolidables, dispondrán específicamente de estrategias y procedimientos sólidos, eficaces y exhaustivos a fin de evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución del capital interno que consideren adecuados para cubrir la naturaleza y el nivel de los riesgos a los cuales estén o puedan estar expuestos. Dichas estrategias y procedimientos serán periódicamente objeto de examen interno a fin de garantizar que sigan siendo exhaustivos y proporcionales a la índole, escala y complejidad de las actividades de la entidad de crédito interesada.

3. Asimismo, se podrá imponer:

a) La obligación de disponer de una cantidad mínima de activos líquidos que permitan hacer frente a las potenciales salidas de fondos derivadas de pasivos y compromisos, incluso en caso de eventos graves que pudieran afectar a la liquidez, y la de mantener una estructura adecuada de fuentes de financiación y de vencimientos en sus activos, pasivos y compromisos con el fin de evitar potenciales desequilibrios o tensiones de liquidez que puedan dañar o poner en riesgo la situación financiera de la entidad.

b) Un límite mínimo a la relación entre los recursos propios de la entidad y el valor total de sus exposiciones a los riesgos derivados de su actividad.

Las obligaciones previstas en las letras anteriores podrán ser más estrictas en función de la capacidad de cada entidad de crédito para obtener capital de nivel 1.»

Del examen de la evolución del tenor de dicho artículo se ve que lo que ha hecho el legislador es ir matizando la dependencia de las ACC hasta el punto, sencillamente, de

suprimirla siendo sustituida, en el último texto, por la tenencia de “estrategias y procedimientos sólidos, eficaces y exhaustivos a fin de evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución del capital interno que consideren adecuados para cubrir la naturaleza y el nivel de los riesgos a los cuales estén o puedan estar expuestos”.

3) Tercer nivel: los folletos informativo y la publicidad de los instrumentos de financiación estructuradas.

Sobre la posible responsabilidad de las ACC intervinientes en los folletos informativos de las emisiones de valores existe ya doctrina⁸¹. Es la cuestión de la exacción de responsabilidad de la administración (en este caso, del regulador) derivada de las decisiones sobre el contenido del folleto la que más interesa a esta tesis.

El artículo 27 de la LMV establece cual debe ser el contenido de los folletos informativos de las emisiones de valores a cotización en mercados secundarios oficiales, v.g.,

“El folleto contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. El folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, *sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación*, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación

⁸¹ Vid, por ejemplo, VALMAÑA OCHAÍTA, M: *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones*. La Ley, grupo Wolters Kluwer España, S.A., 2006, págs. 459 y ss.

financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará de forma fácilmente analizable y comprensible.

2. El folleto deberá ser suscrito por persona con poder para obligar al emisor de los valores.

3. Excepto para admisiones a negociación de valores no participativos cuyo valor nominal unitario sea igual o superior a 100.000 euros, el folleto contendrá un resumen que, elaborado en un formato estandarizado, de forma concisa y en un lenguaje no técnico, proporcionará la información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en dichos valores.

Se entenderá por información fundamental, la información esencial y correctamente estructurada que ha de facilitarse a los inversores para que puedan comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al emisor, el garante y los valores que se les ofrecen o que van a ser admitidos a cotización en un mercado regulado, y que puedan decidir las ofertas de valores que conviene seguir examinando.

Sin perjuicio de lo que reglamentariamente se determine, formarán parte de la información fundamental, como mínimo, los elementos siguientes:

- a) Una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con el emisor y los posibles garantes, incluidos los activos, los pasivos y la situación financiera.

- **b)** Una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con la inversión en los valores de que se trate, incluidos los derechos inherentes a los valores.
- **c)** Las condiciones generales de la oferta, incluidos los gastos estimados impuestos al inversor por el emisor o el oferente.
- **d)** Información sobre la admisión a cotización.
- **e)** Los motivos de la oferta y el destino de los ingresos.

Asimismo, en dicho resumen se advertirá que:

1.º Debe leerse como introducción al folleto.

2.º Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del folleto en su conjunto.

3.º No se podrá exigir responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente sobre la base del resumen, a no ser que este resulte engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto, o no aporte, leída junto con las otras partes del folleto, información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en los valores.

4. Mediante orden ministerial *se regulará el contenido de los distintos tipos de folletos* y se especificarán las excepciones a la obligación de incluir determinada información, correspondiendo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizar tal omisión. Previa habilitación expresa, la citada Comisión podrá desarrollar o actualizar el contenido de la orden.

También corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la determinación de los modelos para los distintos tipos de folletos, de los documentos que deberán acompañarse y de los supuestos en que la información contenida en el folleto pueda incorporarse por referencia”.

En materia de exigencia reglamentaria de la intervención de las ACC's, un ejemplo típico sería el derivado del artículo 27.4 LMV transcrito, en su versión resultado de la modificación operada por el Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública. Este Decreto-Ley (obsérvese que nos encontramos ante legislación de urgencia, a los efectos del punto anterior) introdujo en su título I, dedicado a los mercados financieros, modificaciones para la regulación de las ofertas públicas y la admisión a cotización en mercados secundarios oficiales de valores en España, con el fin de trasponer al ordenamiento jurídico español la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. Al mismo tiempo, la reforma pretende introducir las reformas necesarias para mantener y mejorar la competitividad de los mercados de valores españoles evitando el traslado de la actividad a otros mercados extranjeros.

El reformado artículo 27.4 LMV establece que “mediante orden ministerial se regulará el contenido de los distintos tipos de folletos y se especificarán las excepciones a la obligación de incluir determinada información, correspondiendo a la Comisión

Nacional del Mercado de Valores autorizar tal omisión. Previa habilitación expresa, la citada Comisión podrá desarrollar o actualizar el contenido de la orden. También corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la determinación de los modelos para los distintos tipos de folletos, de los documentos que deberán acompañarse y de los supuestos en que la información contenida en el folleto pueda incorporarse por referencia”.

En cumplimiento de las previsiones de este artículo 27.4 fue dictada la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, que especificaba el contenido y los modelos de los distintos tipos de folletos exigibles en la admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales y en las ofertas públicas de venta o suscripción; los documentos que deberán acompañarse; las excepciones a la obligación de incluir determinada información; y los supuestos en los que la información contenida en el folleto podrá incorporarse por referencia: En relación a las excepciones, la Disposición Cuarta de la Orden establecía la posibilidad de que la CNMV autorizara la omisión de determinada información del folleto, si consideraba que concurría alguna de las siguientes circunstancias:

- a) Que la difusión de dicha información sea contraria al interés público.
- b) Que la difusión de dicha información sea gravemente perjudicial para el emisor, siempre que no fuera probable que la omisión induzca a engaño al público en relación con hechos y circunstancias esenciales para hacerse un juicio

fundado del emisor o garante, y de los derechos inherentes a los valores a los que se refiere el folleto.

c) Que dicha información sea de escasa relevancia para una admisión específica a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea y dicha información no tenga ninguna influencia en la evaluación de la situación financiera ni en las expectativas del emisor o garante.

Lo expuesto implica que se puede dar la posibilidad de que la Administración competente –en este caso, la CNMV- decidiera autorizar la omisión (no se dice si la autorización de omisión es a instancia de parte o puede ser de oficio) de un determinado rating confeccionado por una ACC y aportado por la entidad emisora para incorporar al folleto informativo.

Así, se deduce que pueden surgir dos posibilidades, a efectos de responsabilidad administrativa en casos de que la CNMV resuelva bien incorporar, bien omitir Calificaciones en folletos de informativos de una determinada emisión⁸²:

-Que el rating fuese negativo y la CNMV autorizara su omisión en el folleto (por ejemplo, porque se considere contraria al interés público debido a una concreta

⁸² Como venimos diciendo, en estos apartados queremos desarrollar la responsabilidad de las administraciones, organismos y entidades públicas supervisoras por eventuales defectos en dicha actuación, anterior incluso a la emisión concreta. Sobre la responsabilidad de las ACC como paso previo en este concreto subcapítulo se puede consultar CT Ebenroth/T Daum, *Die rechtlichen Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen*, WM-Sonderbeilage 1992, pag. 6; o Ibáñez Jiménez, J. W. *La contratación en el mercado de valores*, Tomo. XXXIV del Tratado de Derecho Mercantil. Olivencia, Nóvoa, Jiménez de Parga. (Dirs.); Jiménez Sánchez, (Coord.). Marcial Pons, Madrid, 2001, pp. 175 y ss.

coyuntura económica), en cuyo caso si la emisión provocara daños a los inversores y, por así decirlo, la ACC “advirtió” de la poca fiabilidad de la misma, la responsabilidad sería de la CNMV, pudiendo exigirse por vía administrativa de daños por funcionamiento anormal de un servicio público, en este caso, del supervisor de mercados.

- que el rating fuera positivo y la CNMV decidiera incluirlo, no obstante la probabilidad de que la omisión induzca a engaño al público en relación con hechos y circunstancias esenciales para hacerse un juicio fundado del emisor o garante, y de los derechos inherentes a los valores a los que se refiere el folleto. En tal caso, si se lograra probar la realidad de dicha probabilidad y el conocimiento de la misma por el supervisor, también nos encontraríamos ante un título de responsabilidad administrativa.

En materia de imputación subjetiva de responsabilidades, establece el artículo 28 LMV que

“1. La responsabilidad de la información que figura en el folleto deberá recaer, al menos, sobre el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores, de acuerdo con las condiciones que se establezcan reglamentariamente.

Asimismo, la responsabilidad indicada en el párrafo anterior recaerá en el garante de los valores en relación con la información que ha de elaborar.

También será responsable la entidad directora respecto de las labores de comprobación que realice en los términos que reglamentariamente se establezcan.

Serán también responsables, en las condiciones que se fijen reglamentariamente, aquellas otras personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto, siempre que así conste en dicho documento y aquellas otras no incluidas entre las anteriores que hayan autorizado el contenido del folleto.

2. Las personas responsables de la información que figura en el folleto estarán claramente identificadas en el folleto con su nombre y cargo o, en el caso de personas jurídicas, con su denominación y domicilio social. Asimismo, deberán declarar que, a su entender, los datos del folleto son conformes a la realidad y no se omite en él ningún hecho que por su naturaleza pudiera alterar su alcance.

3. De acuerdo con las condiciones que se determinen reglamentariamente, todas las personas indicadas en los apartados anteriores, según el caso, serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores adquiridos como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto o del documento que en su caso deba elaborar el garante.

La acción para exigir la responsabilidad prescribirá a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación al contenido del folleto.

4. No se podrá exigir ninguna responsabilidad a las personas mencionadas en los apartados anteriores sobre la base del resumen o sobre su traducción, a menos que sea engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto, o no aporte, leído

junto con las otras partes del folleto, información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en los valores”.

¿Se puede entender a las ACC como “personas responsables de la información” a los efectos del punto 2 del artículo 28 LMV? El artículo 33 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, establece que son responsables por el contenido del folleto informativo, incluyendo en su caso cualquier suplemento, las siguientes personas:

- “a) El emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación de los valores a los que se refiere el folleto.
- b) Los administradores de los anteriores, en los términos que se establezcan en la legislación mercantil que les resulte aplicable.
- c) Las personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto cuando tal circunstancia se mencione en el folleto.
- d) Las personas no incluidas en ninguno de los párrafos anteriores que hayan autorizado, total o parcialmente, el contenido del folleto cuando tal circunstancia se mencione en el folleto.

Cuando una persona acepte responsabilidad de acuerdo con los párrafos c) y d), podrá declarar que la acepta sólo en relación a ciertas partes del folleto o sólo en relación a determinados aspectos, y en estos casos será únicamente responsable respecto de las partes o aspectos especificados y sólo si se han incluido en la forma y contexto acordados.

2. Cuando el oferente de los valores sea distinto del emisor, será responsable del folleto el oferente. No obstante, el emisor podrá asumir dicha responsabilidad en sustitución del oferente cuando aquel haya elaborado el folleto.

3. El emisor u oferente no podrá oponer frente al inversor de buena fe hechos que no consten expresamente en el folleto informativo. A estos efectos, se considerará que los documentos incorporados al folleto por referencia constan en él.

4. Lo contenido en este artículo no será de aplicación a las personas que presten su asesoramiento profesional sobre el contenido del folleto”.

Lo cual nos lleva, a su vez, a dos puntos: la necesidad de armonizar el punto 4 de este artículo con la responsabilidad de las ACCs, así como quienes están legitimados para el ejercicio de la acción de responsabilidad. En relación a la segunda cuestión, y ampliamente reconocido por el derecho comparado la existencia de múltiples sujetos pasivos posibles en la forma ya expuesta⁸³, es resuelta por el propio artículo 36 del RD, que confiere legitimación activa a “las personas que hayan adquirido de buena fe los valores a los que se refiere el folleto durante su período de vigencia”, para reclamar responsabilidad “por los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado como consecuencia de cualquier información incluida en el folleto que sea falsa, o por la omisión en el folleto de cualquier dato relevante requerido de conformidad con este real decreto, siempre y cuando la información falsa o la omisión de datos relevantes no se

⁸³ Vid. ASSMANN / SCHÜTZE, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4., neubearbeitete Auflage 2015, pag. 276

haya corregido mediante un suplemento al folleto informativo o se haya difundido al mercado antes de que dichas personas hubiesen adquirido los valores”.

Esta última circunstancia de exención de la responsabilidad basada en *un animus corrigendi* que debe resultar eficaz parece más bien una suerte de *versarii* inverso o exención de responsabilidad basada en la evitación del resultado lesivo, siendo curiosa cuando menos la reflexión que se ha de hacer para armonizar la exención de responsabilidad basada en la evitación de la lesión y la plasmación del principio penal/sancionador de la responsabilidad basada en la responsabilidad de la conducta (dolo /culpa), tal y como se deduce del artículo 37 del RD 1310/2005. Dicho artículo establece que:

“Una persona no será responsable de los daños y perjuicios causados por la falsedad en cualquier información contenida en el folleto, o por una omisión de cualquier dato relevante requerido de conformidad con lo dispuesto en este real decreto, si prueba que *en el momento en el que el folleto fue publicado* actuó con la debida diligencia para asegurarse que:

a) La información contenida en el folleto era verdadera.

b) Los datos relevantes cuya omisión causó la pérdida fueron correctamente omitidos.

No obstante lo anterior, dicha exención no se aplicará cuando dicha persona, con posterioridad a la aprobación del folleto, tuvo conocimiento de la falsedad de la información o de la omisión y no puso los medios necesarios para informar diligentemente a las personas afectadas durante el plazo de vigencia del folleto”.

Vemos que el momento de apreciación de la diligencia se sitúa reglamentariamente en el de la publicación del folleto, y no antes.

- 4) En lo atinente a los instrumentos de financiación estructurada, la publicación de los mismos y la eventual responsabilidad del supervisor, el nuevo artículo 8 ter del reglamento 1060/2009 tras la reforma operada en el mismo por el 462/2013 establece claramente que

1. El emisor, la entidad originadora y la entidad patrocinadora de un instrumento de financiación estructurada establecidos en la Unión deberán hacer pública, conjuntamente, en la página web creada por la AEVM de conformidad con el apartado 4, la información sobre la calidad crediticia y la evolución de los activos subyacentes de dicho instrumento, la estructura de la operación de titulización, los flujos de tesorería y las garantías reales que, en su caso, respalden una exposición de titulización, así como cuanta información resulte necesaria para realizar pruebas de resistencia minuciosas y documentadas respecto de los flujos de tesorería y el valor de las garantías reales que respaldan las exposiciones subyacentes.

2. La obligación establecida el apartado 1 de hacer pública la información no se hará extensiva a la publicación de información que vulnere las disposiciones de Derecho nacional o de la Unión que regulan la protección de la confidencialidad de las fuentes de información o el tratamiento de los datos personales.

3. La AEVM elaborará proyectos de normas técnicas de regulación para especificar:

- a) la información que las personas contempladas en el apartado 1 deben hacer públicas a fin de cumplir con la obligación derivada de dicho apartado de conformidad con el apartado 2;
- b) la frecuencia con la que debe actualizarse la información a que se refiere la letra a);
- c) la presentación de la información a que se refiere la letra a) mediante un modelo normalizado.

La AEVM presentará estos proyectos de normas técnicas de regulación a la Comisión a más tardar el 21 de junio de 2014.

Se delegan en la Comisión los poderes para adoptar las normas técnicas de regulación a que se refiere el párrafo primero de conformidad con el procedimiento establecido en los artículos 10 a 14 del Reglamento (UE) n o 1095/2010.

5. La AEVM creará una página web para la publicación de la información sobre los instrumentos de financiación estructurada a que se refiere el apartado 1”.

Fácil es deducir que cualquier negligencia de la AEVM en lo atinente a la garantía de publicación o no requerimiento a las ACCs de complemento de información omitida al respecto, puede entenderse como generadora de responsabilidad del supervisor frente a terceros perjudicados por dicha omisión, en tanto se reúnan los requisitos clásico de actuación lesiva imputable al supervisor, lesión y causalidad.

E. Responsabilidad del estado que incumple la obligación de legislar/ parcial/ tardío/ negligente:

- i. *Por no trasponer mandatos constitucionales y/o principios del derecho Europeo. Las declaraciones de inconstitucionalidad y contrariedad a los Tratados. Cuestión de inconstitucionalidad y cuestión prejudicial.*

La existencia de la libertad de mercados, libre competencia y libertad de prestación de servicios y su consagración como pilares teleológicos de la Unión Europea, en consonancia con las libertades constitucionales de mercado y empresa llevan a... En palabras del Tribunal supremo en su STS de 13 de junio de 2000, al FJ 9, toda declaración de inconstitucionalidad de una ley es confirmación de que hubo “ un funcionamiento anormal en el ejercicio de la potestad legislativa” y que, por principio, nadie tiene la "obligación jurídica de soportar" perjuicios derivados de la aplicación de leyes que, aunque en el momento de su aplicación-por necesidad- aún no habían sido declaradas inconstitucionales, eran inconstitucionales.⁸⁴

- ii. *por no trasponer directivas comunitarias en plazo y obligación de perjuicios: la aplicación directa vertical de las Directivas en materia de ratings.*

⁸⁴ Cfr. AHUMADA RUIZ, M.A.: “Responsabilidad patrimonial del Estado por las leyes inconstitucionales (o el derecho a no ser perjudicado por una ley inconstitucional”, AA.VV., *La democracia constitucional. Estudios en homenaje al Profesor Francisco Rubio Llorente*, Ed. Centro de Estudios Políticos y Constitucionales, Madrid, 2002, pág. 1703 y ss.

La responsabilidad por negligencia del legislador nacional al trasponer directivas, y la posibilidad de invocación del efecto directo de las mismas ha sido examinada in extenso por los mejores tratadistas de derecho comunitario, en especial a raíz de la esencial sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 5 de marzo de 1996, en los asuntos *Brasserie du Pêcheur SA contra Bundesrepublik Deutschland* y *The Queen contra Secretary of State for Transport, ex parte: Factortame Ltd.* Los puntos 20 a 22 de la misma son claros cuando declaran que:

“es jurisprudencia reiterada que la facultad que tienen los justiciables de invocar ante los órganos jurisdiccionales nacionales las disposiciones directamente aplicables del Tratado sólo constituye una garantía mínima y no basta para asegurar por sí sola la aplicación plena y completa del Tratado (véanse, en particular, las sentencias de 15 de octubre de 1986, *Comisión/Italia*, 168/85, Rec. p. 2945, apartado 11; de 26 de febrero de 1991, *Comisión/Italia*, C-120/88, Rec. p. I-621, apartado 10, y de 26 de febrero de 1991, *Comisión/España*, C-119/89, Rec. p. I-641, apartado 9). Destinada a hacer prevalecer la aplicación de disposiciones de Derecho comunitario frente a disposiciones nacionales, esta facultad no puede, en todos los casos, garantizar al particular el disfrute de los derechos que le confiere el Derecho comunitario y, en especial, evitar que sufra un perjuicio por una violación de este Derecho imputable a un Estado miembro. Pues bien, como se deduce de la sentencia *Francovich* y otros, antes citada, apartado 33, la plena eficacia de las normas comunitarias se vería cuestionada y la protección de los derechos que reconocen se debilitaría si los particulares no tuvieran la posibilidad de obtener una reparación cuando sus derechos son lesionados por una violación del Derecho comunitario.

21. Así sucede cuando un particular, víctima de la no adaptación del Derecho interno a una Directiva y que no tiene posibilidad de invocar directamente determinadas disposiciones de ésta ante el órgano jurisdiccional nacional debido a su carácter insuficientemente preciso e incondicional, inicia un procedimiento reclamando la responsabilidad del Estado que haya incumplido sus obligaciones por infracción del párrafo tercero del artículo 189 del Tratado. Cuando se dan estas circunstancias, que eran las que concurrían en el asunto Francovich y otros, antes citado, la reparación tiene por objeto eliminar las consecuencias perjudiciales, para los beneficiarios de una Directiva, derivadas de la no adaptación del Derecho interno a ésta Directiva por parte de un Estado miembro.

22 Así sucede también en el caso de lesión de un derecho directamente conferido por una norma comunitaria que los justiciables tienen precisamente derecho a invocar ante los órganos jurisdiccionales nacionales. En este supuesto, el derecho a reparación constituye el corolario necesario del efecto directo reconocido a las disposiciones comunitarias cuya infracción ha dado lugar al daño causado”.

F. Comunicación por el emisor-solicitante de datos falsos a la ACC y concurrencia de responsabilidades

Un supuesto en que la responsabilidad por resultado no es imputables (al menos totalmente) a la Agencia que confecciona el rating es aquel en que el rating encuentra su causa directa en la falsedad o inexactitud de los datos suministrados por la entidad a calificar cuando son requeridos a dichos efectos a raíz de la Reunión inicial entre la

ACC y los órganos de administración de la entidad a calificar. En dicho caso, la carga de acreditar su inexistencia de responsabilidad atañe a la ACC; quien deberá probar:

- La inexactitud de los datos suministrados ab initio: Si los datos suministrados inicialmente no han sido auditados, contrastados o han sido falseados
- La relación de causalidad directa entre la inexactitud de los datos y la incorrección del rating, de modo que de haberse dispuesto de los datos correctos, la calificación hubiera sido distinta. En este caso, la ACC deberá acreditar sendos extremos, i.e., la relación de causalidad y el carácter determinante de la falsedad en la emisión de la concreta calificación. De tal modo, no bastará que la relación sea meramente tangencial, sino que, de haberse suministrado los datos ciertos, el rating habría sido radicalmente distinto.

La inicial inexistencia de una autoridad europea de supervisión en materia de Banca, Seguros y Valores venía siendo una inquietud perenne entre las Autoridades comunitarias, que acabaría fructificando con la creación, respectivamente, de la EBA, la EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions) y, finalmente, la ya analizada AEVM. En los siguientes apartados, examinaremos sus facultades sancionadoras y la eficiencia de las mismas (medidas cautelares, sanciones de cese de actividad de rating...) partiendo de un aserto base, cual es el exiguo grado de discrecionalidad que su texto regulador les confiere en la materia.

G. Las infracciones del Anexo III del reglamento 513/2011.

El amplio catálogo de infracciones del Anexo III del Reglamento 1060/2009, introducido por el 513/2011, en relación con sus arts. 24.1 y 36 bis 1, tras las modificaciones introducidas por el reglamento 462/2013, contempla hasta 81 conductas y “subconductas” constitutivas de infracción administrativa, agrupadas en 3 grandes bloques, que agrupan las infracciones según afecten a conflictos de intereses, requisitos de organización o de funcionamiento (62 conductas constitutivas de infracción); obstáculos puestos por las ACC’s a la actividad de supervisión de las entidades competentes (8), y divulgación de información (11).

Pasamos a examinar sucintamente cada conducta sancionable, enfatizando *a priori* que a continuación de cada tipo sancionador se intentará sintetizar, a lo sumo en un párrafo, lo que se considera más relevante del mismo, so pena de subvertir el objeto concreto de la presente tesis y, muy posiblemente, atentar contra la claridad de lo conciso.

❖ Infracciones relacionadas con conflictos de intereses, requisitos de organización o de funcionamiento

1. “La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 4, apartado 3, cuando refrende calificaciones emitidas en un tercer país sin cumplir las condiciones establecidas en dicho apartado 3, salvo que la causa de la infracción sea ajena al conocimiento o control de la agencia”.

- El elemento del conocimiento es aquí parte integrante del tipo subjetivo de la infracción: si puede acreditar que desconocía la causa de la infracción-

2. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 4, apartado 4, párrafo segundo, cuando utilice el refrendo de calificaciones emitidas en un tercer país con la intención de eludir los requisitos del presente Reglamento.

- De similar modo, aquí no es el conocimiento de la antijuricidad, sino el dolo directo de eludir el reglamento, el que caracteriza la infracción. Es posible en este caso que, por mor del principio de inversión de carga d la prueba asociado a los principios básicos comunes de derecho sancionador, sea el supervisor el que deba acreditar la concurrencia de un dolo tan caracterizado y directo-

3. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 1, cuando no establezca un consejo de administración o de supervisión.

-sanción objetiva sustentada per se en la comprobación de dicho extremo: no precisaría un elemento subjetivo de reprochabilidad de la conducta -

4. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo primero, cuando no se asegure de que sus intereses comerciales no impiden la independencia o exactitud de las actividades de calificación crediticia.

- En este supuesto, el fundamento de la infracción es la negligencia en la comprobación de la independencia-

5. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo segundo, cuando nombre altos directivos que carezcan de la debida honorabilidad, de capacidad o experiencia suficientes, o no puedan velar por la gestión sana y prudente de la agencia.

- Complejo tipo que viene a positivar negligencias en la elección de los cargos directivos. Su constatación debiera requerir una resolución judicial firme previa sobre conductas ilícitas de los citados directivos, lo cual puede repercutir a su vez a) en la cuestión de la prescripción de las infracciones imputadas a las ACC, y b) en la cuestión del *versari in re ilícita* o responsabilidad por el resultado-.

6. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo tercero, cuando no nombre el número prescrito de miembros independientes para su consejo de administración o de supervisión.

- Tipo objetivo sustentado en el mero hecho y constatación de los defectos en número de independientes nombrados, presumiéndose el conflicto de intereses o la parcialidad. La prueba en contra de la parcialidad no impediría la aplicación del presente tipo sancionador-

7. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo cuarto, cuando establezca un sistema de retribución de los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión que esté vinculado a los resultados empresariales de la agencia o no se fije de modo que quede garantizada la independencia de juicio de aquellos, o cuando fije que el mandato de los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión sea por una duración superior a cinco años o sea renovable, o cuando destituya a un miembro independiente del consejo de administración o de supervisión en un caso que no sea por conducta irregular o insuficiencia profesional.

- tipo dirigido a garantizar la emisión de calificaciones independientes mediante sendas garantías de independencia, retributiva y de permanencia en el cargo, de los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión-

8. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo quinto, cuando nombre miembros del consejo de administración o de supervisión que no posean suficientes conocimientos técnicos en el ámbito de los servicios financieros, o, si la agencia de calificación crediticia emite calificaciones crediticias de instrumentos de financiación estructurada, cuando no nombre al menos uno de los miembros independientes y otro miembro del consejo que tengan extensos conocimientos y experiencia de alto nivel en el ámbito de los mercados de instrumentos de financiación estructurada.

- En tanto no se establezcan y armonicen requisitos mínimos de titulación para estos cargos, la apreciación y aplicación efectiva del presente tipo sancionador será cuando menos compleja-

9. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo sexto, cuando no se asegure de que los miembros independientes del consejo de administración o supervisión desempeñan las misiones de vigilar cualesquiera de las cuestiones a que se refiere el párrafo sexto de dicho punto.

- Ejemplo de sanción por infracción de obligaciones in vigilando de sus miembros, requerirá algún tipo de pronunciamiento firme sobre la responsabilidad individual so pena de infringir el principio de tipicidad de las infracciones-.

10. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 2, párrafo séptimo, cuando no se asegure de que los miembros independientes del consejo de administración o de supervisión exponen al consejo periódicamente los dictámenes que hayan emitido respecto de las cuestiones enunciadas en el párrafo sexto de dicho punto o de que comunican dichos dictámenes a la AEVM, a petición de esta.

- El presente tipo sanciona la omisión por parte de los miembros independientes de dictaminar “periódicamente” sobre: a) el desarrollo de la política de calificación crediticia y los métodos que las agencias de calificación crediticia utilizan en sus actividades de calificación crediticia; b) la eficacia del sistema interno de control de

calidad de la agencia de calificación crediticia en relación con las actividades de calificación crediticia; c) la eficacia de las medidas y los procedimientos creados para garantizar que se detecta, elimina o gestiona y hace público todo conflicto de intereses, y d) los procesos de cumplimiento de las normas y buena gobernanza, incluida la eficacia de la función de revisión a que se refiere el punto 9 de la presente sección. No obstante, la indeterminación de la periodicidad en la emisión de dichos dictámenes y la inexistencia de referencias al modo, forma y legitimación para la fijación de dicha periodicidad dificulta, cuando menos, la aplicación práctica del tipo-

11. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 3, cuando no implante políticas o procedimientos adecuados que garanticen el cumplimiento de las obligaciones que les incumben en virtud del presente Reglamento.

- Tipo demasiado amplio, cuyos conceptos indeterminados (la “adecuación” de los procedimientos internos) no cumplen el principio de tipicidad-

12. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 4, cuando no disponga de procedimientos administrativos o contables adecuados, mecanismos de control interno, técnicas eficaces de valoración del riesgo o mecanismos eficaces de control o salvaguardia de sus sistemas informáticos; o cuando no aplique o mantenga procedimientos de adopción de decisiones o estructuras organizativas según lo prescrito en dicho punto.

- otro ejemplo de abstracción y conceptos indeterminados que es de prever sea utilizado por los letrados para imputar a este epígrafe el incumplimiento del principio de tipicidad como principio común a los derechos de los Estados miembros-

13. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 5, cuando no implante o mantenga un departamento de verificación del cumplimiento permanente y eficaz (“función de cumplimiento”), que funcione de forma independiente.

- Tipo objetivo basado en la ausencia de dicho departamento. No habla de la composición del mismo a los efectos sancionadores-

14. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 6, párrafo primero, cuando no vele por que se cumplan las condiciones que permitan a la función de cumplimiento ejercer sus responsabilidades de forma adecuada o independiente, según se define en el párrafo primero de dicho punto.

- La abstracción del presente punto hace jurídicamente imposible su utilización a efectos sancionadores-

15. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 7, cuando no implante procedimientos

organizativos o administrativos adecuados y eficaces destinados a impedir, detectar, eliminar o gestionar y hacer público todo conflicto de intereses a que se refiere el anexo I, sección B, punto 1, o cuando no se encargue de que se lleven registros de todos los riesgos significativos que pesen sobre la independencia de las actividades de calificación crediticia, incluidas las normas relativas a los analistas a que se hace referencia en el anexo I, sección C, así como las medidas de protección aplicadas para mitigar esos riesgos.

- Tipo amplio dirigido a prevenir las consecuencias de conflictos de intereses-

16. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 8, cuando no emplee sistemas, recursos o procedimientos adecuados con vistas a garantizar la continuidad y regularidad de sus actividades de calificación crediticia.

- No especifica si dicha continuidad se debe plasmar en nuevas calificaciones, en la revisión de las existentes o en la efectiva modificación (en sentido positivo o negativo) de las mismas-

17. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 9, cuando no establezca una función de revisión:

a) a la que corresponderá examinar periódicamente los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales que utilicen, o cualquier cambio o modificación

significativos que sufran tales métodos y modelos, o la idoneidad de los métodos, modelos o hipótesis fundamentales de calificación, si se utilizan o está previsto que se utilicen para el análisis de nuevos instrumentos financieros;

b) que sea independiente de los servicios operativos responsables de llevar a cabo las actividades de calificación crediticia, o

c) que informe a los miembros del consejo de administración o de supervisión.

-En cuanto al significado de la “función de revisión”, su integración y la llevanza de la misma, la indeterminación a los efectos de aplicación del tipo dificulta su eficacia-

18. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección A, punto 10, cuando no compruebe o evalúe la idoneidad y eficacia de sus sistemas, sus mecanismos de control interno y otras disposiciones tomadas de conformidad con el presente Reglamento, o cuando no adopte las medidas oportunas para corregir toda posible deficiencia.

- Tratándose de evaluaciones internas, no parece difícil eludir la aplicación del presente tipo-

19. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 1, cuando no detecte, elimine o gestione ni comunique de forma clara o destacada todo conflicto de intereses, ya sea real o potencial, que pueda influir en los análisis o en la opinión de los analistas de calificaciones, de los empleados u otras personas físicas cuyos servicios se pongan a

disposición o bajo el control de la agencia de calificación crediticia, y que participen directamente en las actividades de calificación crediticia, o de las personas que aprueben las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia.

- Nuevo ejemplo de infracción abstracta por su amplitud-

20. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 3, párrafo primero, cuando emita una calificación crediticia o una perspectiva de calificación crediticia en cualesquiera de las circunstancias enunciadas en el párrafo primero de dicho punto o, en el caso de una calificación crediticia o una perspectiva de calificación crediticia existente, cuando no haga público inmediatamente que la calificación o la perspectiva de calificación está potencialmente comprometida por dichas circunstancias.

-Se sanciona esencialmente la falta de reacción (o la reacción negligente) frente a cambios en los mercados aptos para influir determinantemente en calificaciones ya dadas-

20 bis. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 3 bis, cuando no haga público que una calificación crediticia o una perspectiva de calificación crediticia existente está potencialmente comprometida por cualesquiera de las circunstancias contempladas en las letras a) a b) de dicho punto.

- El presente tipo castiga las deficiencias en el *disclosing* o difusión de circunstancias potencialmente modificadoras de una calificación dada, pero puede a su vez ser fuente de responsabilidad para el regulador en caso de sancionar indebidamente la no publicación de circunstancias no probadas o, incluso, torticeramente filtradas para desvirtuar una determinada calificación e influir en los mercados-.

21. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 3, párrafo segundo, cuando no evalúe de forma inmediata si hay motivos para reevaluar o retirar una calificación crediticia o perspectiva de calificación existente.

- La “inmediatez” se mantiene como concepto abstracto-.

22. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 4, párrafo primero, al calificar a una entidad en caso de que la propia agencia o cualquier otra persona que posea, directa o indirectamente, por lo menos el 5 % del capital o de los derechos de voto de tal agencia o pueda ejercer de algún otro modo una influencia dominante en las actividades económicas de la agencia, preste a tal entidad calificada o tercero vinculado servicios de consultoría o asesoramiento con respecto a la estructura social o jurídica, el activo, el pasivo o las actividades de dicha entidad o tercero.

-destinado a evitar igualmente los conflictos de intereses-

22 bis. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6 bis, apartado 1, cuando uno de sus accionistas o socios que posea por lo menos el 5 % del capital o de los derechos de voto en dicha agencia o en una sociedad que tenga la facultad de ejercer control o una influencia dominante sobre tal agencia no observa las prohibiciones establecidas en las letras a) a e) de dicho apartado, con la excepción que establece la letra a) para las participaciones en organismos de inversión colectiva diversificada, incluidos los fondos gestionados, como los fondos de pensiones y los seguros de vida, a condición de que las participaciones en dichos organismos no permitan a dicho accionista o socio ejercer control o una influencia dominante en las actividades económicas de tales organismos.

-Similar intento de evitar los conflictos de intereses-

23. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 4, párrafo tercero, primera parte, cuando no vele por que la prestación de servicios auxiliares no entre en conflicto de intereses con sus actividades de calificación crediticia.

-desde el punto de vista de la tipicidad del precepto, el verbo “velar por” confiere a la infracción visos de inaplicabilidad por su excesiva abstracción-

24. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 5, cuando no vele por que los analistas de calificaciones o las personas que aprueban calificaciones no formulen propuestas o recomendaciones en relación con la configuración de instrumentos de financiación

estructurada con respecto a los cuales esté previsto que la agencia emita una calificación crediticia. ES L 145/52 Diario Oficial de la Unión Europea 31.5.2011

-Más que de un precepto que responde al espíritu que informa el presente cuadro sancionador nos encontramos ante la “publicitación” de una infracción en materia interna de la AC, más propia del orden laboral o disciplinario interno que del fin común del listado de infracciones-

25. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 6, cuando no organice sus canales de información o de comunicación de forma que quede garantizada la independencia de las personas a las que se refiere la sección B, punto 1, respecto de las demás actividades de la agencia que se lleven a cabo a título comercial.

-Nuevo precepto cuya abstracción imposibilita su aplicación práctica-

26. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 8, párrafo segundo, cuando no conserve su documentación al menos durante tres años tras su baja en el registro.

-Infracción objetiva basada en los defectos de conservación de documentación. No sería preciso elemento de culpabilidad para su concurrencia-.

26 bis. La agencia de calificación crediticia que haya celebrado un contrato para la emisión de calificaciones crediticias sobre retitulizaciones infringirá el artículo 6 ter,

apartado 1, cuando emita calificaciones crediticias sobre retitulizaciones nuevas con activos subyacentes de la misma entidad originadora durante un período superior a cuatro años.

-Nuevo precepto objetivo que prescinde de la tipificación del elemento de la reprochabilidad sancionadora-

26 ter. La agencia de calificación crediticia que haya celebrado un contrato para la emisión de calificaciones crediticias sobre retitulizaciones infringirá el artículo 6 ter, apartado 3, cuando celebre un nuevo contrato para la emisión de calificaciones crediticias sobre retitulizaciones con activos subyacentes de la misma entidad originadora durante un período de la misma duración que el contrato vencido a que se refiere el artículo 6 ter, apartados 1 y 2, pero que no sea superior a cuatro años.

-Adaptación del tipo sancionador previo a un supuesto especial de retitulizaciones-.

27. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 1, cuando no vele por que los analistas de calificaciones, sus empleados o cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a su disposición o bajo su control y que intervengan directamente en las actividades de calificación crediticia posean los conocimientos y la experiencia adecuados para el desempeño de las funciones atribuidas.

-El concepto indeterminado de “adecuados” hace necesaria la referencia a otra normativa para la compleción del tipo, en que se especifiquen los cursos, títulos,

formación y experiencia requerida para cada profesional. Si dicha normativa no tuviera el rango preciso, quebraría el principio de legalidad sancionadora-.

28. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 2, cuando no vele por que las personas mencionadas en el artículo 7, apartado 1, no inicien ni participen en negociaciones sobre honorarios o pagos con una entidad calificada, un tercero vinculado o una persona que tenga, directa o indirectamente, un vínculo de control con la entidad calificada.

-Precepto centrado en los conflictos de intereses desde la perspectiva de los vínculos de control. Carente de la definición sobre el tipo, grado y relación de “control”-

29. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 3, letra a), cuando no vele por que las personas a que se refiere el punto 1 de dicha sección adopten cuantas medidas resulten razonables para proteger los bienes o la documentación en posesión de la agencia frente a todo fraude, hurto o mal uso, teniendo en cuenta la naturaleza, envergadura y complejidad de sus operaciones y la naturaleza y el alcance de sus actividades de calificación crediticia.

-Nos encontramos de nuevo ante un precepto que tipifica una infracción que precisaría algún tipo de reconocimiento judicial sobre la conducta constitutiva (“fraude, hurto o mal uso”), a lo que se une la relativización operada por el último inciso del tipo-.

30. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 5, cuando haga sufrir consecuencias negativas a una persona contemplada en el punto 1 de dicha sección, por haber dicha persona dado cuenta al responsable del cumplimiento de que otra persona contemplada en el punto 1 de dicha sección ha incurrido en una conducta que considera ilícita.

- Precepto que intenta proteger a quienes dan cuenta de comportamientos ilícitos frente a mecanismos represivos que pudiera adoptar la propia empresa frente al trabajador diligente en la protección del ordenamiento jurídico, aun en detrimento de los intereses de la empresa para la que trabaja. Parece difícil la aplicación del presente precepto a la vista de lo profuso de las cláusulas de confidencialidad que firman los trabajadores de las ACC, de rigor solo proporcional a la entidad de sus responsabilidades y que suelen conllevar graves consecuencias desde el punto de vista pecuniario para el trabajador-.

31. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 6, cuando, en el caso de un analista de calificaciones que al finalizar su relación de empleo se una a una entidad calificada en cuya calificación haya intervenido o a una entidad financiera con la que haya estado en relación como consecuencia de sus funciones en la agencia, no reexamine el trabajo que a ese respecto haya realizado el analista en los dos años previos a su partida.

- Precepto que dependerá igualmente de las cláusulas de confidencialidad suscritas por el analista con la Agencia que haya dejado para comenzar la nueva relación laboral con la empresa incurso en esta infracción-.

32. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 1, cuando no vele por que las personas a que se refiere dicho punto no adquieran, vendan o realicen ningún tipo de operación relacionada con cualesquiera de los instrumentos financieros a que se refiere dicho punto.

- Nuevo intento de prevención de los conflictos de interés-.

33. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 2, cuando no vele por que las personas a que se refiere el punto 1 de dicha sección no participen ni influyan de ningún otro modo en la determinación de una calificación crediticia o perspectiva de calificación crediticia con arreglo al punto 2 de dicha sección.

- Nuevo intento de prevención de los conflictos de interés-.

34. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 3, letras b), c) y d), cuando no vele por que las personas a que se refiere el punto 1 no divulguen ni utilicen información a tenor de dichas letras.

-Precepto protector de información que puede repercutir en la independencia de la calificación-.

35. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 4, cuando no vele por que las personas a que se refiere el punto 1 de dicha sección no soliciten ni acepten dinero, obsequios o favores de ninguna persona con la que la agencia mantenga relaciones de negocios.

-Plasmación expresa del tipo más inmediato y tradicional de conflictos de interés: la clásica percepción de prebendas, beneficios y tratos de favor a los altos directivos de las ACCs por parte de personas con las que la agencia mantenga relaciones de negocios: tanto en su faceta activa (solicitud de prebendas) como pasiva (aceptación de las mismas)-.

36. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 7, cuando no vele por que las personas a que se refiere el punto 1 de dicha sección no asuman funciones destacadas de dirección en la entidad calificada o un tercero vinculado en los seis meses siguientes a la emisión de una calificación crediticia o una perspectiva de calificación crediticia.

-El tiempo de seis meses parece corto si lo que pretende este nuevo precepto es proteger la independencia e imparcialidad-.

37. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 4, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 8, párrafo primero, letra a), cuando no vele por que los analistas principales de calificaciones no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad calificada o terceros vinculados durante un período superior a cuatro años.

-El tiempo previsto por este precepto (4 años) sí parece más adecuado que los seis meses del punto precedente a los fines de prevención-.

38. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 4, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 8, párrafo primero, letra b), inciso i), cuando, al proporcionar calificaciones crediticias o calificaciones soberanas no solicitadas, no vele por que los analistas de calificaciones no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad calificada o un tercero vinculado durante un período superior a cinco años.

-El presente precepto solo puede ser aplicable dentro del binomio calificaciones no solicitadas / calificaciones posteriores solicitadas-

39. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 4, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 8, párrafo primero, letra b), inciso ii), cuando, al proporcionar calificaciones crediticias o calificaciones soberanas no solicitadas, no vele por que las personas responsables de aprobar las calificaciones no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad calificada o un tercero vinculado durante un período superior a siete años.

- Mismo supuesto que el precepto anterior en relación con un sujeto distinto: en este caso, los responsables de la aprobación de las calificaciones, frente a los analistas de la infracción precedente-.

40. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 4, leído en relación con el anexo I, sección C, punto 8, párrafo segundo, cuando no vele por que las personas a que se hace referencia en el párrafo primero, letras a) y b), de dicho punto no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad calificada o un tercero vinculado contemplados en dichas letras en los dos años siguientes al final de los períodos establecidos en dichas letras.

- Mismo supuesto que los dos preceptos anteriores, pero en relación con los sujetos residuales a que hace referencia el párrafo primero, letras a) y b), del anexo I, sección C, punto 8-.

41. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 7, apartado 5, cuando subordine las retribuciones o la evaluación de los resultados a la cuantía de ingresos que la agencia obtenga de las entidades calificadas o de terceros vinculados.

-Uno de los supuestos más típicos productores de desviaciones en la conducta de los empleados de las ACCs: la fijación de salarios (o primas de resultados) dependientes de las ganancias-.

42. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 2, cuando no adopte, aplique o haga cumplir medidas adecuadas para velar por que las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia que emita se basen en un análisis completo de toda la información de que disponga y que sea pertinente para su análisis con arreglo a los métodos de calificación aplicables.

- Se tipifican sendos defectos en la actividad de análisis de la ACC por la emisión de análisis incompletos cuando se prescinde bien de información relevante recogida y unida a los dossiers de calificación, bien de información pertinente.

42 bis. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 2, si utiliza información fuera del ámbito del artículo 8, apartado 2.

-El presente tipo sanciona la utilización de la información recogida con fines distintos a la estricta confección y emisión de la calificación: una suerte de *insider trading* en que la información muta ontológicamente para fines ajenos a aquellos para los que fue recogida, procesada y analizada-.

42 ter. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 2 bis, si modifica calificaciones crediticias sin ajustarse a sus métodos de calificación publicados

-Se sanciona la modificación de calificaciones sin el rigor, las metodologías, procesos y protocolos exigidos para su emisión-.

43. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 3, cuando no emplee métodos de calificación que sean rigurosos, sistemáticos, continuados y que puedan ser validados a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva.

- Precepto sancionador de defectos en metodologías-

44. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 4, primer párrafo, cuando se niegue a emitir una calificación crediticia con respecto a una entidad o un instrumento financiero por el hecho de que una parte de la entidad o el instrumento hayan sido calificados, con anterioridad, por otra agencia de calificación crediticia.

-sanción a las normas de competencia entre las ACCs-

45. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 4, segundo párrafo, cuando no conserve constancia documental de todos los casos en que, con ocasión de su proceso de calificación crediticia, se aparte de las calificaciones existentes emitidas por otra agencia en relación con activos subyacentes o instrumentos de financiación estructurada, o no justifique esa evaluación diferente.

- Ocultación de actuaciones previas disconformes con el parecer de otras ACCs-

46. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 5, párrafo primero, primera frase, cuando no realice un seguimiento de sus calificaciones

crediticias, excepto las calificaciones soberanas, o no revise sus calificaciones crediticias, excepto las calificaciones soberanas, o sus métodos de calificación de manera permanente o al menos una vez al año.

-Curiosamente, este precepto excluye de responsabilidad los defectos en el seguimiento o revisión de las calificaciones soberanas en periodos inferiores al año, pero por fijar la cadencia en dichas actuaciones en menos tiempo, como se ve al hablar del precepto que sigue-.

46 bis. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 5, párrafo segundo, leído en relación con el artículo 8, apartado 5, párrafo primero, primera frase, cuando no realice un seguimiento de sus calificaciones soberanas o no revise sus calificaciones soberanas de manera permanente o al menos cada seis meses

- Leído en concordancia con el precepto previo, establece el plazo máximo para la obligación de seguimiento o revisión de calificaciones soberanas en 6 meses, frente al año que basta para las calificaciones privadas-.

47. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 5, segunda frase, cuando no establezca mecanismos internos para controlar el impacto de los cambios de las condiciones macroeconómicas y de los mercados financieros sobre las calificaciones crediticias.

- Intenta garantizar la toma en consideración de cambios macroeconómicos y, por ende, la revisión de las calificaciones en su caso-.

48. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 6, letra b), en el supuesto de que se modifiquen los métodos, los modelos o las hipótesis fundamentales utilizados en las actividades de calificación, la agencia de calificación crediticia, cuando no revise de conformidad con dicha letra las calificaciones crediticias afectadas o cuando no mantenga entretanto dichas calificaciones en observación.

-se castiga de modo similar la falta (o insuficiente) reacción frente a las alteraciones en los mercados-.

49. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 6, letra c), cuando no reevalúe una calificación crediticia que se haya basado en los métodos, modelos o hipótesis fundamentales de calificación modificados, si el efecto combinado general de las modificaciones afecta a estas calificaciones crediticias.

-Infracción de obligación de mantener la imagen real de las calificaciones-.

49 bis. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 6, letra c), leído en relación con el artículo 8, apartado 7, letra c), cuando no reevalúe una calificación crediticia en caso de haberse dado errores en los métodos de calificación o en su aplicación que hayan afectado a dicha calificación crediticia.

-Suerte de sanción de la no corrección de errores o, en su caso, reparación de los daños causados por calificaciones previas defectuosas o erróneas-.

50. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 9 cuando subcontrate funciones operativas importantes de manera que ello perjudique sensiblemente a la calidad del control interno de la agencia o a la capacidad de la AEVM para controlar que la agencia cumple las obligaciones previstas en el presente Reglamento.

-Básicamente, este tipo sancionador es esencial para prevenir los fraudes de ley derivados del intento de utilizar el *outsourcing* para sustraer una determinada actividad calificadora de supervisión de la AEVM-.

51. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección D, parte I, punto 4, párrafo segundo, cuando emita una calificación o no retire una calificación existente aunque la falta de datos fiables, la complejidad de la estructura de un nuevo tipo de instrumento financiero o la insuficiente calidad de la información existente no resulten satisfactorias o planteen serias dudas sobre la fiabilidad de la calificación que pueda emitir.

-Sanción de las calificaciones “temerarias”-

52. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 6, cuando utilice el nombre de la AEVM o de toda autoridad competente de manera que indique o sugiera refrendo o aprobación por parte de la AEVM o de toda autoridad

competente de las calificaciones crediticias o de cualesquiera actividades de calificación crediticia de la agencia.

- Sanción por utilización indebida del nombre del supervisor, como referencia de solvencia, publicidad o confianza-.

53. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 13 cuando cobre honorarios por la información facilitada de conformidad con los artículos 8 a 12.ES L 145/54 Diario Oficial de la Unión Europea 31.5.2011

-Cobro de honorarios por información inicialmente gratuita-.

54. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 14, apartado 1, cuando, tratándose de una persona jurídica establecida en la Unión, no solicite su registro a efectos del artículo 2, apartado 1.

- Al no establecerse el plazo, se entiende que se atiende a la fecha de la actuación inspectora del supervisor-.

55. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8 bis, apartado 3, cuando no publique en su sitio web o no remita a la AEVM cada año, con arreglo a lo dispuesto en el anexo I, sección D, parte III, punto 3, a finales de diciembre y para los 12 meses siguientes, un calendario con tres fechas como máximo que caigan en viernes para la publicación de calificaciones soberanas y perspectivas de calificación crediticia relacionadas no solicitadas, y con fechas que caigan en

viernes para la publicación de calificaciones soberanas y perspectivas de calificación crediticia relacionadas solicitadas.

-Infracción de un deber de diligencia concreto en la publicación de las calificaciones más relevantes-.

56. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8 bis, apartado 4, cuando se desvíe del calendario anunciado sin que ello sea necesario para cumplir sus obligaciones derivadas del artículo 8, apartado 2, del artículo 10, apartado 1, o del artículo 11, apartado 1, o cuando no facilite una explicación detallada de las razones que han motivado la desviación respecto al calendario anunciado.

-Similar al precepto previo-.

57. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección D, parte III, punto 3, cuando publique una calificación soberana o una perspectiva de calificación crediticia relacionada durante el horario de funcionamiento de los mercados regulados o menos de una hora antes de su apertura.

-sanción de actuaciones con especial impacto en el mercado al corto-

58. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección D, parte III, punto 4, cuando incluya recomendaciones, prescripciones u orientaciones políticas a las entidades

calificadas, incluidos los Estados o las autoridades regionales o locales de los Estados, como parte de una calificación soberana o de una perspectiva de calificación crediticia.

- Intentos de influir ilícitamente en los mercados afectados por activos calificados. En la actualidad, y a raíz de los contenidos de las perspectivas de calificación de deuda soberana de países en situaciones complejas (Grecia, España). El presente tipo no se utiliza en la medida de lo deseado-.

59. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8 bis, apartado 2, cuando base sus comunicaciones públicas relacionadas con modificaciones de las calificaciones soberanas, y que no sean calificaciones crediticias, perspectivas de calificación crediticia o los comunicados de prensa correspondientes, a tenor del anexo I, sección D, parte I, punto 5, en información que pertenezca al ámbito de la entidad calificada, si dicha información se ha difundido sin el consentimiento de la entidad, salvo que se pueda obtener de fuentes generalmente accesibles o que la entidad calificada no tenga razones legítimas para no otorgar su consentimiento a la difusión de la información.

- Utilización indebida de información no pública de la entidad calificada. No se sanciona el hecho de la difusión de dicha información, sino su utilización-.

60. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8 bis, apartado 1, cuando, no emita informes individuales por país accesibles públicamente, al anunciar la revisión de un grupo determinado de países.

-infracción de reglas en materia de revisión de las situaciones económicas de los países: en su conjunto e individualmente considerados-.

61. La agencia de calificación crediticia infringirá el anexo I, sección D, parte III, punto 1, cuando emita una calificación soberanas o una perspectiva de calificación crediticia relacionada sin facilitar al mismo tiempo un informe de investigación detallado en el que se expliquen todas las hipótesis, los parámetros, los límites y las incertidumbres, así como cualquier otra información que se haya tenido en cuenta al determinar la calificación soberana o la perspectiva de calificación crediticia, o cuando no ponga dicho informe a disposición pública, de manera clara y fácilmente comprensible.

-Infracción de la obligación de aportar información de contraste de la calificación-.

62. La agencia de calificación crediticia infringirá el anexo I, sección D, parte III, punto 2, cuando no emita un informe de investigación accesible públicamente que acompañe a una modificación de la calificación soberana anterior o de la perspectiva de calificación crediticia relacionada, o cuando por lo menos no incluya en dicho informe la información a que se refiere el anexo I, sección D, parte III, punto 2, letras a) a d)

- Similar a la infracción previa, en relación con la obligación de aportar toda la información que permita contrastar la veracidad, exhaustividad, rigor y metodología en este caso de las modificaciones de calificaciones previas-.

❖ II. Infracciones relacionadas con obstáculos a la actividad de supervisión

- En este elenco de infracciones no se comentan una por una, al tratar de similar materia, i.e., aquellos comportamientos dirigidos a imposibilitar, alterar, ocultar o ralentizar la actividad propia del supervisor-:

1. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 7, cuando no disponga que se conserve la documentación o las pistas de auditoría de sus actividades de calificación crediticia con arreglo a dichas disposiciones.

2. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 8, párrafo primero, cuando no conserve en sus locales durante al menos cinco años la documentación o las pistas de auditoría a que se refiere el punto 7 o cuando, tras ser requerida, no facilite dicha documentación o dichas pistas de auditoría a la AEVM.

3. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 9, cuando no conserve la documentación que recoja los respectivos derechos y obligaciones que incumban a la agencia o a la entidad calificada o terceros vinculados a ella en virtud de un contrato de prestación

de servicios de calificación crediticia durante al menos el tiempo que dure la relación con dicha entidad calificada o terceros vinculados a ella.

3 bis. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 14, apartado 3, párrafo tercero, cuando no notifique a la AEVM las modificaciones sustanciales que se propone introducir en los métodos de calificación, los modelos o las hipótesis fundamentales de calificación existentes, o los nuevos métodos, modelos o hipótesis fundamentales de calificación proyectados, cuando publique los métodos de calificación en su sitio web de conformidad con el artículo 8, apartado 5 bis;

3 ter. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 5 bis, párrafo primero, cuando no publique en su sitio web los nuevos métodos de calificación proyectados, o las modificaciones sustanciales proyectadas de los métodos de calificación que puedan tener repercusiones en una calificación crediticia junto con una explicación de las razones de las modificaciones y sus consecuencias.

3 quater. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 7, letra a), cuando no notifique a la AEVM los errores detectados en sus métodos de calificación o en su aplicación, o cuando no explique sus repercusiones en sus calificaciones crediticias, incluida la necesidad de revisar las calificaciones crediticias emitidas

4. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 11, apartado 2, cuando no facilite la información solicitada o no la facilite en el formato preceptivo a tenor de dicho apartado.

4 bis. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 11 bis, apartado 1, cuando no facilite la información solicitada o no la facilite en el formato preceptivo a tenor de dicho apartado.

5. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 11, apartado 3, leído en relación con el anexo I, sección E, parte I, punto 2, cuando no facilite a la AEVM una lista de sus servicios auxiliares.

6. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 14, apartado 3, párrafo segundo, cuando no notifique a la AEVM toda modificación significativa de las condiciones de registro inicial de conformidad con dicho párrafo.

7. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 23 ter, apartado 1, cuando no facilite información en respuesta a una decisión por la que se exija información de conformidad con el artículo 23 ter, apartado 3, o cuando facilite información incorrecta o engañosa en respuesta a una simple solicitud de información o a una decisión.

8. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 23 quater, apartado 1, letra c), cuando no facilite una explicación o cuando facilite una explicación

incorrecta o engañosa sobre hechos o documentos relacionados con el objeto y la finalidad de una inspección.

❖ III. Infracciones en relación con las disposiciones sobre divulgación de información

- Se trata en este punto de conductas similares, en tanto que dirigidas a alterar las distintas obligaciones de publicidad de calificaciones, metodologías y procesos, por lo que su claridad no hace necesario el comentario individualizado sobre cada uno de los subtipos sancionadores-.

1. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 2, cuando no haga públicos los nombres de aquellas entidades calificadas o terceros vinculados a ella de los que provenga más del 5 % de sus ingresos anuales.

2. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 6, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección B, punto 4, párrafo tercero, segunda parte, cuando no divulgue en los informes de calificación definitivos los servicios auxiliares prestados a la entidad calificada o a cualquier tercero vinculado.

3. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 1, cuando no haga públicos los métodos, los modelos o las hipótesis fundamentales que utilice en sus actividades de calificación crediticia, tal como se describen en el anexo I, sección E, parte I, punto 5.

4. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 6, letra a), en el supuesto de que se modifiquen los métodos, los modelos o las hipótesis fundamentales utilizados en las actividades de calificación, cuando no comunique de inmediato las calificaciones crediticias que se verán probablemente afectadas o cuando las comunique sin valerse de los mismos medios de comunicación utilizados para la difusión de las calificaciones crediticias afectadas.

4 bis. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 6, letra a bis), cuando se proponga utilizar nuevos métodos de calificación y no informe a la AEVM o no publique inmediatamente en su sitio web los resultados de la consulta y dichos nuevos métodos de calificación junto con una explicación detallada y su fecha de aplicación.

4 ter. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 7, letra a), cuando no notifique a las entidades calificadas afectadas los errores detectados en sus métodos de calificación o en su aplicación, o cuando no explique l las repercusiones que tienen en sus calificaciones crediticias, incluida la necesidad de revisar las calificaciones crediticias emitidas.

4 quater. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 8, apartado 7, letra b), cuando no publique en su sitio web los errores detectados en sus métodos de calificación o en su aplicación, si tales errores repercuten en sus calificaciones crediticias

5. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 1, cuando no divulgue de forma no selectiva o sin demoras la decisión de suspender una calificación crediticia, incluida una motivación exhaustiva de tal decisión.

6. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección D, parte I, puntos 1 o 2, punto 4, párrafo primero, o puntos 5 o 6, o partes II o III, cuando no facilite la información que requieren esas disposiciones al emitir una calificación crediticia o una perspectiva de calificación crediticia.

7. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 2, leído en relación con el anexo I, sección D, parte I, punto 3, cuando no informe a la entidad calificada durante el horario laboral de dicha entidad y al menos un día hábil completo antes de la publicación de la calificación crediticia o de la perspectiva de calificación crediticia

8. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 3, cuando no vele por que las categorías de calificación que se atribuyan a los instrumentos de financiación estructurada estén claramente diferenciadas, mediante un símbolo adicional que las distinga, de las categorías utilizadas para cualquier otro tipo de entidades, instrumentos financieros u obligaciones financieras.

9. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 4, cuando no divulgue su política en materia de calificaciones crediticias no solicitadas o los procedimientos que aplique al respecto.

10. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 10, apartado 5, cuando no facilite la información prescrita por dicho apartado al emitir una calificación crediticia no solicitada o cuando no presente como tales las calificaciones crediticias no solicitadas.
11. La agencia de calificación crediticia infringirá el artículo 11, apartado 1, cuando no haga totalmente pública o no actualice de inmediato la información relativa a las materias enunciadas en el anexo I, sección E, parte I.

H. Sanciones. El nuevo 36 bis tras el reglamento 462/2013.

El punto 66 de la Exposición de motivos del reglamento 1060/2009 era claro cuando obligaba a los Estados miembros a establecer normas relativas a las sanciones aplicables a los supuestos de infracción de las disposiciones de dicho Reglamento y velar por su ejecución.

En lo atinente a los principios en que se debían basar dichas sanciones, según la misma Exposición de motivos, eran los de:

- Efectividad,
- Proporcionalidad⁸⁵
- Fin de prevención (disuasorias)
- Tipicidad de casos de falta profesional grave y aquellos en los que se haya actuado con negligencia.

Del mismo modo, se posibilitaba a los Estados miembros a adoptar sanciones administrativas o penales, debiendo el CERV adoptar unas líneas directrices en materia de convergencia de las prácticas relacionadas con dichas sanciones. En desarrollo de estos parámetros, el artículo 36 del reglamento 1060 establecía el régimen sancionador, siendo modificado sucesivamente por los Reglamentos 513/2011 y 462/2013. Es importante plasmar la evolución de dicho precepto, en tanto evidencia la evolución del

⁸⁵ En lo atinente al principio de proporcionalidad como uno de los pilares del derecho sancionador, vid. CARLÓN RUIZ,M: *El principio de proporcionalidad, Los principios jurídicos del derecho administrativo* / Juan Alfonso Santamaría Pastor (director), 2010; pps. 204-230

legislador comunitario, inversamente proporcional a la confianza en el desarrollo legislativo del régimen sancionador (y su homogeneidad) entre los distintos Estados Miembros. Así, en su inicio el art. 36 se limitaba a lo que era prácticamente una declaración de mínimos, con el siguiente tenor:

“Los Estados miembros determinarán el régimen de sanciones aplicable a las infracciones de lo dispuesto en el presente Reglamento y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su aplicación. Las sanciones así establecidas serán efectivas, proporcionadas y disuasorias.

Los Estados miembros garantizarán que la autoridad competente haga públicas todas las sanciones que se hayan impuesto por incumplimiento del presente Reglamento, a menos que dicha divulgación pudiera poner en grave riesgo los mercados financieros o causar un perjuicio desproporcionado a las partes implicadas.

A más tardar el 7 de diciembre de 2010, los Estados miembros notificarán el régimen a que se refiere el párrafo primero a la Comisión. Comunicarán sin demora a la Comisión cualquier modificación ulterior del mismo”

No pasarían dos años hasta que el Parlamento y el Consejo, a través del Reglamento 503/11, de 11 de mayo, modificaran sustancialmente dicha declaración de principios de facto, en aras de convertirlo en un instrumento sancionador efectivo que sanara ex ante cualquier defecto formal basado en defectos de rango del precepto sancionador, siendo el reglamento derecho derivado, directamente aplicable y obligatorio en todos sus elementos. Así el nuevo reglamento sustituía dos de los tres parcos párrafos del artículo 36 originario (los esenciales), quedando de la siguiente forma:

“Los Estados miembros determinarán el régimen de sanciones aplicable a las infracciones de lo dispuesto en el artículo 4, apartado 1, y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su aplicación. Las sanciones así establecidas serán efectivas, proporcionadas y disuasorias.

Los Estados miembros velarán por que la autoridad sectorial competente haga públicas todas las sanciones que se hayan impuesto por las infracciones de lo dispuesto en el artículo 4, apartado 1, a menos que dicha divulgación pusiera en grave riesgo los mercados financieros o causara un perjuicio desproporcionado a las partes implicadas.

A más tardar el 7 de diciembre de 2010, los Estados miembros notificarán el régimen a que se refiere el párrafo primero a la Comisión. Comunicarán sin demora a la Comisión cualquier modificación ulterior del mismo”.

Del mismo modo, el Reglamento 503/11 añadía los artículos 36 bis, ter, quater, quinquies y sexies, con el tenor que sigue:

“Artículo 36 bis: Multas

1. Cuando, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 23 *sexies*, apartado 5, la Junta de Supervisores de la AEVM considere que una agencia de calificación crediticia cometió con dolo o culpa una de las infracciones enumeradas en el anexo III, decidirá imponer una multa con arreglo a lo dispuesto en el apartado 2.

La infracción cometida por una agencia de calificación crediticia se considerará dolosa en caso de que la AEVM descubra factores objetivos que prueben que la agencia de calificación crediticia o sus altos directivos actuaron deliberadamente al cometer la infracción.

2. Las cuantías de base de las multas a que se refiere el apartado 1 se situarán en los límites siguientes:

a) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección I, puntos 1 a 5, 11 a 15, 19, 20, 23, 28, 30, 32, 33, 35, 41, 43, 50 y 51, se sancionarán con multas de entre 500 000 y 750 000 EUR;

b) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección I, puntos 6 a 8, 16 a 18, 21, 22, 24, 25, 27, 29, 31, 34, 37 a 40, 42, 45 a 47, 48, 49, 52 y 54, se sancionarán con multas de entre 300 000 y 450 000 EUR;

c) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección I, puntos 9, 10, 26, 36, 44 y 53, se sancionarán con multas de entre 100 000 y 200 000 EUR;

d) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección II, puntos 1, 6, 7 y 8, se sancionarán con multas de entre 50 000 y 150 000 EUR;

e) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección II, puntos 2, 4 y 5, se sancionarán con multas de entre 25 000 y 75 000 EUR;

f) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección II, punto 3, se sancionarán con multas de entre 10 000 y 50 000 EUR;

g) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección III, puntos 1 a 3 y 11, se sancionarán con multas de entre 150 000 y 300 000 EUR;

h) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección III, puntos 4, 6, 8 y 10, se sancionarán con multas de entre 90 000 y 200 000 EUR;

i) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección III, puntos 5, 7 y 9, se sancionarán con multas de entre 40 000 y 100 000 EUR.

Con el fin de decidir si la cuantía básica de las multas deberá situarse en el extremo inferior, en el tramo intermedio o en el extremo superior de los límites previstos en el

primer párrafo, la AEVM tendrá en cuenta el volumen de negocios anual de la agencia de calificación crediticia de que se trate correspondiente al ejercicio anterior. La cuantía de base se situará en el extremo inferior del límite cuando se trate de agencias de calificación crediticia cuyo volumen de negocios anual esté por debajo de los 10 millones EUR; en el tramo intermedio del límite cuando se trate de agencias de calificación crediticia cuyo volumen de negocios oscile entre los 10 y los 50 millones EUR, y en el extremo superior del límite cuando se trate de agencias de calificación crediticia cuyo volumen de negocios anual supere los 50 millones EUR.

3. Las cuantías de base definidos con arreglo a los límites fijados en el apartado 2 se ajustarán, en su caso, atendiendo a factores agravantes o atenuantes, de conformidad con los coeficientes pertinentes establecidos en el anexo IV.

Los coeficientes agravantes pertinentes se aplicarán de uno en uno a la cuantía de base. Cuando haya de aplicarse más de un coeficiente agravante, se añadirá a la cuantía de base la diferencia entre la cuantía de base y la cuantía resultante de la aplicación de cada uno de los coeficientes agravantes por separado.

Los coeficientes atenuantes pertinentes se aplicarán de uno en uno a la cuantía de base. Cuando haya de aplicarse más de un coeficiente atenuante, se deducirá de la cuantía de base la diferencia entre la cuantía de base y la cuantía resultante de la aplicación de cada uno de los coeficientes atenuantes por separado.

4. No obstante lo dispuesto en los apartados 2 y 3, la multa no superará el 20 % del volumen de negocios anual de la agencia de calificación crediticia en cuestión durante el ejercicio anterior, y en caso de que la agencia de calificación crediticia haya obtenido algún lucro directo o indirecto de la infracción, la multa será como mínimo equivalente a ese beneficio económico.

Cuando un acto o una omisión de una agencia de calificación crediticia sea constitutivo de más de una de las infracciones enumeradas en el anexo III, solo será de aplicación la más elevada de las multas calculadas con arreglo a los apartados 2 y 3 en relación con una de esas infracciones.

Artículo 36 ter : Multas coercitivas :

1. La Junta de Supervisores de la AEVM podrá imponer, en virtud de una decisión, una multa coercitiva a fin de obligar a:

a) una agencia de calificación crediticia a poner fin a una infracción, de conformidad con una decisión adoptada en virtud del artículo 24, apartado 1, letra d);

b) una persona de las contempladas en el artículo 23 ter, apartado 1, a proporcionar la información completa que se haya requerido mediante decisión en virtud del artículo 23 ter;

c) una persona de las contempladas en el artículo 23 ter, apartado 1, a someterse a una investigación y, en particular, a presentar de forma completa los registros, datos, procedimientos o cualquier otra documentación que se haya exigido, así como completar y corregir otra información facilitada en una investigación iniciada por decisión adoptada conforme al artículo 23 quater;

d) una persona de las contempladas en el artículo 23 ter, apartado 1, a someterse a una inspección in situ, ordenada mediante decisión en virtud del artículo 23 quinquies.

2. La multa coercitiva será efectiva y proporcionada. La multa coercitiva se impondrá por día de demora en el cumplimiento por parte de la agencia de calificación crediticia o la persona en cuestión con la decisión pertinente mencionada en el apartado 1.

3. No obstante lo dispuesto en el apartado 2, la multa coercitiva equivaldrá al 3 % del volumen de negocios diario medio del ejercicio anterior o, en el caso de las personas

físicas, al 2 % de su renta diaria media del ejercicio anterior. Esta cuantía se calculará a partir de la fecha indicada en la decisión por la que se imponga la multa coercitiva.

4. Una multa coercitiva se podrá imponer por un plazo no superior a seis meses desde la notificación de la decisión de la AEVM.

Artículo 36 quater : Audiencia de las personas encausadas

1. Antes de decidir la imposición de una multa y/o multa coercitiva de acuerdo con el artículo 36 *bis* o el artículo 36 *ter*, apartado 1, letras a) a d), la Junta de Supervisores de la AEVM ofrecerá a las personas encausadas la oportunidad de ser oídas en relación con las conclusiones adoptadas por la AEVM. La Junta de Supervisores de la AEVM basará sus decisiones únicamente en la conclusión según la cual las personas encausadas tuvieron la oportunidad de presentar sus observaciones.

2. Los derechos de defensa de las personas encausadas estarán garantizados plenamente en el curso del procedimiento. Tendrán derecho a acceder al expediente de la AEVM, sin perjuicio del interés legítimo de otras personas en la protección de sus secretos comerciales. El derecho de acceso al expediente no se extenderá a la información confidencial ni a los documentos preparatorios internos de la AEVM.

Artículo 36 quinquies: Divulgación, naturaleza, garantía de cumplimiento e imposición de multas y multas coercitivas

1. La AEVM hará públicas todas las multas y multas coercitivas que se impongan de conformidad con los artículos 36 *bis* y 36 *ter*, a menos que dicha divulgación pusiera en grave riesgo los mercados financieros o causara un perjuicio desproporcionado a las partes implicadas.

2. Las multas y multas coercitivas impuestas en virtud de los artículos 36 *bis* y 36 *ter* serán de carácter administrativo.

3. Las multas y multas coercitivas impuestas en virtud de los artículos 36 *bis* y 36 *ter* tendrán carácter ejecutivo. La ejecución se regirá por las normas de procedimiento civil vigentes en el Estado en cuyo territorio se lleve a cabo. La orden de ejecución se adjuntará a la decisión sin más formalidad que la comprobación de su autenticidad por la autoridad que el Gobierno de cada Estado miembro designará a tal efecto y cuyo nombre comunicará a la AEVM y al Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

Cumplidas estas formalidades a instancia del interesado, este podrá promover la ejecución conforme al Derecho nacional, recurriendo directamente al órgano competente.

La ejecución solo podrá ser suspendida en virtud de una decisión del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. No obstante, el control de la conformidad a Derecho de las medidas de ejecución será competencia de las jurisdicciones de los Estados miembros.

4. Las cuantías de las multas y multas coercitivas se consignarán en el presupuesto general de la Unión Europea.

Artículo 36 sexies: Revisión del Tribunal de Justicia de la Unión Europea

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea gozará de competencia jurisdiccional plena para resolver los recursos interpuestos contra las decisiones por las cuales la AEVM haya impuesto una multa o una multa coercitiva. Podrá anular, reducir o incrementar la multa o multa coercitiva impuesta.».

Se añadía, en suma, todas las garantías procedimentales sancionadoras, incluyendo la posibilidad de impugnación ante el TJUE, que podía, en sus facultades revisoras, no solo anular, sino reducir e incluso incrementar la multa coercitiva, pretendidamente sin ligarse a las pretensiones de las partes. Lo que es en sí digno de una monografía sobre la naturaleza revisora administrativa del TJUE como Tribunal contencioso-administrativo, pero ajeno en tal extensión al objeto de la presente tesis.

Dicha revisión, por profunda que fuese, volvió a resultar insuficiente para el legislador comunitario dos años después y así, mediante el reglamento 462/2013, modificaba el párrafo primero del artículo 36 *bis*, apartado 2, quedando sus letras a) y b) de la siguiente manera:

«a) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección I, puntos 1 a 5, 11 a 15, 19, 20, 23, 26 *bis* a 26 *quinquies*, 28, 30, 32, 33, 35, 41, 43, 50, 51 y 55 a 62, se sancionarán con multas de entre 500 000 EUR y 750 000 EUR;

b) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección I, puntos 6, 7, 8, 16, 17 18, 21, 22, 22 *bis*, 24, 25, 27, 29, 31, 34, 37 a 40, 42, 42 *bis*, 42 *ter*, 45 a 49 *bis*, 52, 53 y 54, se sancionarán con multas de entre 300 000 EUR y 450 000 EUR»;

b) las letras d) y e) se sustituyen por el texto siguiente:

«d) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección II, puntos 1, 6, 7, 8 y 9, se sancionarán con multas de entre 50 000 EUR y 150 000 EUR;

e) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección II, puntos 2, 3 *bis* a 5, se sancionarán con multas de entre 25 000 EUR y 75 000 EUR»;

c) la letra h) se sustituye por el texto siguiente:

«h) las infracciones a que se refiere el anexo III, sección I, punto 20 *bis*, y sección III, puntos 4 a 4 *quater*, 6, 8 y 10, se sancionarán con multas de entre 90 000 EUR y 200 000 EUR;».

En relación con los conceptos jurídicos indeterminados que trufan toda la legislación a examen (y en especial los tipos infractores del anexo III, como se verá), establece el apartado tercero del 35 bis que “los términos “daños y perjuicios”, “de forma deliberada”, “negligencia grave”, “basarse de manera razonable”, “debido cuidado”, “afectar”, “razonable” y “proporcionada”, empleados, sin ser definidos, en el presente artículo, se interpretarán y aplicarán de conformidad con el Derecho nacional aplicable, determinado por las disposiciones pertinentes del Derecho internacional privado. Las cuestiones relativas a la responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia que no estén cubiertas por el presente Reglamento se regirán por el Derecho nacional aplicable, determinado por las disposiciones pertinentes del Derecho internacional privado. El órgano jurisdiccional competente para resolver una reclamación de responsabilidad civil presentada por un inversor o un emisor se determinará de conformidad con las disposiciones pertinentes del Derecho internacional privado”.

Finalmente, dicho artículo no excluye otras reclamaciones de responsabilidad civil que puedan interponerse de conformidad con el Derecho nacional, tal y como establece expresamente su último (y quinto) punto

I. El Procedimiento sancionador en materia de ACC. El Reglamento delegado 946/2012 de 12 de julio, por el que se completa el Reglamento (CE) n o 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante normas de procedimiento relativas a la imposición de multas a las agencias de calificación crediticia por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, incluidas normas relativas a los derechos de defensa y disposiciones temporales

Constituido como una especial garantía de los administrados, más intensa que la del procedimiento administrativo común, estudiado como tal por la doctrina más principal⁸⁶, no es esta sede adecuada para un estudio detallado, por haber sido analizado por la doctrina más autorizada, por lo que esquemáticamente se puede resumir en los siguientes puntos:

1. Inicio de la fase de instrucción, mediante el nombramiento de un agente investigador
2. Practica de las diligencias de instrucción que el agente investigador considere necesarias. Al respecto hay que hacer hincapié en:

⁸⁶ LÓPEZ RODÓ, L. *El procedimiento administrativo, garantía de los administrados*, Obra de Autores varios, Procedimiento administrativo. Ponencias del IV Encuentro Hispano-Argentino sobre derecho administrativo, 1994

- a. Solicitudes de información
 - b. Diligencias de investigación que afecten a derechos fundamentales y por ello precisen de intervención judicial, tales como solicitud de relaciones de comunicaciones telefónicas o tráfico de datos. Los autos judiciales deberán ser motivados, acotando la extensión de las intervenciones autorizadas (agentes, delimitación y limitaciones), llevándose igualmente sendos controles de gravedad y oportunidad.
 - c. Investigaciones e inspecciones *in situ*. El previo aviso. El precinto. Oposición a la inspección: la asistencia administrativa y judicial.
 - d. Derechos Fundamentales, diligencias de investigación y colaboración judicial. Inspecciones, derechos a la intimidad, propiedad intelectual y Derechos Fundamentales europeos.
3. Fase de instrucción (III): Audiencia de los investigados, emisión y elevación del Expediente de conclusiones a la Junta de Supervisores. Publicidad del expediente
4. Fase decisoria: resolución, medidas de supervisión y publicidad. Apelación ante la Sala de Recurso. Decisiones provisionales y daño inminente del sistema financiero.

J. Rating de deuda pública y responsabilidad de las ACC frente al estado-emisor como cliente concreto. Legitimación del Estado para exigir responsabilidad y vías de hecho del Estado *inaudita parte*.

El Estado emisor de deuda soberana como medio de financiación se erige en un cliente más de las ACC, sujeto a los mismos requisitos y, simultáneamente, lastrado de facto por la complejidad de las operaciones de calificación de las emisiones de deuda pública, sólo susceptibles de ser llevadas a cabo por las ACC más poderosas, lo que restringe la competencia de cara a la libertad de oferta de este servicio concertado. Ello implica situar a cada Estado, o ente territorial autorizado para emitir deuda pública, en la misma situación de sumisión al riesgo derivado de la calificación que cualquier emisor privado de deuda, así como la eventualidad de nacimiento de perjuicios derivados de errores, negligencias o mal praxis cuyos efectos, empero, trascienden per se la esfera privada y repercuten, material y gravemente, en cada economía nacional.

El Dictamen del Banco Central Europeo de 2 de abril de 2012, sobre una propuesta de reglamento por el que se modifica el Reglamento (CE) número 1060/2009 y la propuesta de directiva que modifica la Directiva 2009/65/CE se pronuncia expresamente respecto a esta cuestión en su apartado 3 (Otras observaciones), aplaudiendo la obligación de mayor frecuencia en las calificaciones de deuda soberana establecida en la propuesta de reglamento y, simultáneamente, aconsejando que “las calificaciones solo deberían publicarse después del cierre de negocio y al menos una hora antes de la apertura de los centros de negociación de la Unión”, a efectos de paliar en la medida de lo posible las eventuales reacciones en masa a posibles rebajas en la calificación de

deuda pública de Estados dadas a conocer en plena jornada de negociación abierta, con el consiguiente desplome de dicha deuda consecuencia de ventas en masa.

XIII. El control jurisdiccional de las ACC: tutela, eficiencia y resultados. Las sentencias pioneras

A nivel introductorio, El apartado 2 del nuevo artículo 35 bis del reglamento 1060/2009, introducido por el 462/2013, atribuye inequívocamente a la jurisdicción la función de “evaluar aquello que constituye información precisa y detallada, teniendo en cuenta que el inversor o el emisor puede no tener acceso a Información que pertenezca estrictamente al ámbito de la agencia de calificación crediticia”.

En lo atinente a conceptos jurídicos indeterminados, cumple resaltar que el art.4 del nuevo 35 bis del 1060/2009, insertado por el 462/2013, establece, como parámetro epistemológico de los citados conceptos, el de cada derecho nacional, matizado por las disposiciones pertinentes de derecho internacional privado. Así, establece que “Los términos ‘daños y perjuicios’, ‘de forma deliberada’, ‘negligencia grave’, ‘basarse de manera razonable’, ‘debido cuidado’, ‘afectar’, ‘razonable’ y ‘proporcionada’, empleados, sin ser definidos, en el presente artículo, se interpretarán y aplicarán de conformidad con el Derecho nacional aplicable, determinado por las disposiciones pertinentes del Derecho internacional privado.

El citado artículo in fine zanja igualmente esta cuestión, al establecer que “las cuestiones relativas a la responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia que no estén cubiertas por el presente Reglamento se regirán por el Derecho nacional aplicable, determinado por las disposiciones pertinentes del Derecho internacional privado”.

Hablar de control jurisdiccional de las ACC exige partir de dos sentencias clave, pioneras y pilar de toda evolución en la materia: la *Wingecarribee Shire Council vs. Lehman Brothers Australia Ltd*, y la *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services* de 5 de noviembre de 2012, ¿ambas? dictadas por el Tribunal de Nueva Gales del Sur.

❖ ***Wingecarribee Shire Council vs. Lehman Brothers Australia Ltd***⁸⁷

La primera, cronológicamente, es la *Wingecarribee Shire Council vs. Lehman Brothers Australia Ltd*, un modelo de *class action* (también llamado representative proceeding) ejercitada por tres Ayuntamientos de este estado sudoriental de Australia a los que Lehman Brothers (antes Grange Securities Ltd.) vendió Obligaciones de Deuda Garantizada Sintética (SCDO) de tal complejidad financiera que, en palabras de la propia sentencia, eran solamente aptos para “inversores sofisticados”, en la acepción común de dicho término.

Lehman describió torticeramente dichos productos financieros a los responsables de los ayuntamientos australianos como “más seguros que los 4 mayores bancos de Australia”, consiguiendo que estos hicieran compras masivas de los mismos, convirtiéndose dicha banca simultáneamente en asesora financiera y fiduciaria de los mismos como consecuencia de que se había presentado ante ellos como una entidad asesora que comprendía las necesidades de inversión de las administraciones locales, incluyendo los constreñimientos legislativos y

⁸⁷ *Wingecarribee Shire Council v Lehman Brothers Australia Ltd (in liq)* [2012] FCA 1028

administrativos. Hay que poner de manifiesto que a finales del año 2.000, la administración del Estado de Nueva Gales del Sur había permitido a los Ayuntamientos invertir en cualquier tipo de valores –“por exóticos que sean”⁸⁸-, siempre que ostentaran el rating A1 concedido por las ACC. En el momento de la venta de estos valores complejos, sus ratings oscilaban entre AAA (rating máximo) y AA- (rating de los cuatro mayores bancos de Australia), y ofrecían unos intereses entre un 0,75 y un 1,50% por encima del BBSW o Bank Bill Swap Benchmark Rate, tipo de interés medio normalmente utilizado en este tipo de operaciones en Australia y auspiciado por la AFMA (Australian Financial Markets Association).

Esta doble naturaleza de Lehman/Grange como asesora financiera y fiduciaria excluyó para el órgano jurisdiccional la aplicación y eficacia de cualquier cláusula de exención de la responsabilidad que se hubiera insertado formalmente en los contratos⁸⁹, habida cuenta que los Ayuntamientos actuaron con base en las recomendaciones de la banca asesora, y no en los documentos donde se contenían las citadas cláusulas, máxime cuando los mismos eran igualmente complejos, y en ningún caso se habría resaltado a los demandantes la existencia, relevancia o consecuencias de dichas cláusulas, por las que Lehman Brothers se autoexcluía de cualquier responsabilidad patrimonial derivada de la depreciación de los activos transmitidos⁹⁰.

⁸⁸ Vid. párrafo 3 del sumario de la citada sentencia.

⁸⁹ Vid. epígrafes 119 y 734 de la misma

⁹⁰ Vid. epígrafes 119 y 1162 de la sentencia

La sentencia consideró acertadamente que, en vista de la extrema complejidad de los CDO's ofertados, los Ayuntamientos demandantes no podían ser considerados como "inversores sofisticados" - por mucho que entre sus funciones se encontrara la gestión del erario público-, concluyendo que un inversor concreto puede ser considerado "no sofisticado" si carece de la capacidad de comprender el producto financiero o los riesgos concretos derivados del mismo: aun cuando desde un punto de vista de la normativa general aplicable pueda ser considerado como experto en materia económica⁹¹.

En la presente sentencia, el juzgador concluyó que la publicación por las ACC de sus ratings de los productos financieros no conllevaba responsabilidad solidaria para las mismas, en la medida en que fue la banca Lehman Bros., y no las ACC, la que deliberadamente hizo un uso torticero de dichos ratings para convencer a los inversores de que el producto que les vendía era equivalente a otros productos que disfrutaban del mismo rating⁹². En palabras del esclarecedor epígrafe 1.100 de la profusa sentencia:

"La alegación de Grange [absorbida por Lehman Bros. a fecha del dictado de la sentencia] es falaz en tanto busca imputar responsabilidad por las pérdidas de los

⁹¹ Ya el temprano punto 61 de la sentencia reflexiona sobre la complejidad de los SCDO's cuando razona que "Cash CDOs had been issued in the international financial markets since about 1995. Synthetic CDOs began to be marketed in about 1999. By then, according to an article published in June 2005 by the Banque de France, (*The CDO Market: Functioning and Implications in Terms of Financial Stability*: Banque de France: Financial Stability Review: No 6 June 2005) (**the Bank de France article**) the development of the market for CDOs had gained pace on the back of the boom in credit derivatives. The Banque de France article observed that by the end of 2002 this boom had led to a narrowing of yield spreads between the underlying reference portfolios and the tranches issued in arbitrage SCDOs".

⁹² Vid. epígrafes 1091 y 1094 de la sentencia

demandantes a las ACC, lo que dijeron o hicieron al calificar los SCDO's controvertidos. Dicha alegación es como si el conductor de un coche deportivo intentara echar la culpa al fabricante por el exceso de velocidad en que incurrió".

Hay que finalizar el presente excursus diciendo que dicha exculpación de las ACC por falta de dolo, negligencia o comunicación capciosa, sustento del interés de la presente sentencia, no evitó que a raíz del posterior estadio de ejecución de la misma los inversores de un paquete de los citados SCDO's ejercitaran una nueva acción directamente contra Estándar & Poors como autora del rating basada en falta de sustento razonable de la calificación y de certeza al afirmar que había sido confeccionada independientemente, no existiendo conflicto de interés.

El Tribunal Federal de Australia estimó el recurso de los Ayuntamientos, concluyendo que habían sido llevados a engaño por la calificación emitida por S&P, concediendo una compensación de casi 30 millones de dólares. S&P ha presentado un nuevo recurso antes el Pleno de dicho Tribunal.

❖ *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services*⁹³,

En relación con la *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services*, se declara la responsabilidad de sendas asesora financiera Local Government Financial Services (LGFS), el Banco de inversiones ABN Amro y la Agencia de rating Standard and Poor's (S&P), por las pérdidas sufridas por los inversores demandantes en la cantidad de 20 millones de dólares australianos

La Sentencia australiana, a lo largo de sus 2.500 folios, motiva la condena a S&P por las consecuencias nocivas que para los demandantes –autoridades municipales inversoras- se derivaron de seguir las recomendaciones de dicha Agencia en relación con la calidad de la emisión de CPDO's (Constant Proportion Debt Obligations) llevada a cabo por la financiera ABN-AMRO: efectos financieros éstos que fueron adquiridos por los demandantes, confiados en la calificación dada por S&P y cuyo fracaso llevó a la crisis económica de los inversores, que, se insiste, invirtieron en dichos activos (activos Rembrandt 2006-3) siguiendo recomendaciones de S&P que en la práctica se revelaron nocivas para los objetivos de solvencia de los recurrentes. Bien es cierto que en la actualidad el Reglamento prohíbe a las ACC emitir recomendaciones, tanto “formales” como “informales”, en tanto éstas exceden la actividad de emisión de opiniones, pero la Sentencia de Nueva Gales, pionera en el avance en cantidad y calidad de responsabilidad exigible a las ACC, sienta las bases del trasunto a la responsabilidad sustentada en

⁹³ Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200. La entidad contra la que se dirigió la acción era la rama británica de McGraw Hill Financial Inc: más conocida como S&P (vid. marginal 13 de la sentencia).

la culpabilidad. Siguiendo las conclusiones del juzgador, el rating AAA atribuido a los CPDO [Constant Proportion Debt Obligations /Obligaciones de deuda de Proporción Constante) Rembrandt 2006-2 y 2006-3 fue capcioso y torticero (*“misleading and deceptive”*), y conllevó la publicación de información y afirmaciones falsas que provocaron desinformación en los inversores potenciales australianos... La clasificación AAA trasladó a los inversores la percepción de que la capacidad de los activos para cumplir las obligaciones financieras derivadas de los mismos era “extremadamente sólida”, así como la convicción de que Standard & Poor’s había llegado a tal rating por motivos razonables tras el ejercicio de una diligencia razonable y adecuada, cuando ninguna de ambas percepciones era cierta.

Estas dos sentencias fueron el comienzo. Pero tras el dictado de toda sentencia de primera instancia vienen la segunda instancia; la casación; el recurso ante el órgano constitucional del país por fallos de tutela efectiva; el Tribunal Europeo de Derechos Humanos, el tribunal de Justicia de la Unión Europea... y, finalmente, la ejecución de la sentencia: con sus incidentes de ejecución, sus respectivas apelaciones, medidas cautelares, liquidez efectiva del finalmente condenado y pseudoejecutable... Todos ellos, mecanismos que, en manos del experto en ingeniería procesal adecuado, pueden dilatar la reparación de daños *ad eternum*. Lo que conlleva la necesidad –se insiste una vez más- de combinar los mecanismos asentados de responsabilidad civil con la responsabilidad administrativa, con el fin último de la reparación del mal: de ahí, una vez más, el fin de la presente tesis.

XIV. Conclusiones: El duro despertar del sueño financiero y el fin de la huida del derecho

Administrativo

No es una idea nueva. Tampoco es mera filosofía o pasatiempo intelectual. No se trata de mecanismos internacionales de regulación tipo AEVM o SEC. Lo que se postula es una Agencia de Calificación de la metodología de las ACC's. Quizás lo expuesto previamente no haya sido sino una justificación académica para plasmar, ya al final de la tesis, posibles soluciones amparadas en la seriedad que debiera respaldar toda investigación de doctorado. Lo cierto es que, según se ha profundizado en el estudio del control y la (difícilmente eficaz) responsabilidad exigible a las ACC's, es la propia pluma la que ha ido perfilando, en la mente del investigador, una progresiva reducción de las soluciones efectivas para exigir e imponer responsabilidad a unas instituciones desgraciadamente necesarias por todo lo expuesto en los capítulos que anteceden.

Lo expuesto a lo largo de la presente tesis lleva a una conclusión, y es que quizás la única forma de regular, supervisar, intervenir y, en su caso, exigir responsabilidad efectiva a las ACC's, sea la modificación en profundidad del modelo, estructura y funcionamiento actual, sustentada en un cambio en su financiación y en el modelo actual (no matemático) que se está utilizando en su metodología.

Existen algunas Agencias emergentes como Wikirating, basada eminentemente en la “inteligencia colectiva de sus usuarios”⁹⁴, que se basan en un modelo matemático de análisis público y contrastable denominado Wikirating Sovereign Index (SIW), que puede ser valorado abiertamente debido a las pautas de transparencia en su funcionamiento, el sueño de todo regulador⁹⁵.

Como se ha puesto de relieve por el Banco Mundial, una de las soluciones posibles sería reducir la confianza de los partícipes del Mercado en las ACCs, eliminando aquellas regulaciones basadas en la existencia de las mismas, lo cual alteraría de modo esencial el marco regulador en un amplio espectro de sectores financieros, conciliando tal reforma con mantener la estabilidad de los mercados financieros⁹⁶”.

En palabras del Informe del Gabinete de la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera, Comisión creada en el seno del Congreso de los Estados Unidos (documentación de acompañamiento de la audiencia pública del 2 de junio de 2010, audiencia cuya estrella principal fue la declaración de Warren Buffet, cuya filial Berkshire Hathaway era la accionista principal de la encausada Moody’s), las calificaciones infladas en futuros relacionados con hipotecas pueden haber contribuido a la crisis de diversos modos.

⁹⁴ O’Reilly, 206

⁹⁵ Vid. DE SOJO HERNANDEZ, A.A., SIERRA PAZOS, J. *e.a.*, op. cit, pág. 163

⁹⁶ Credit Rating Agencies: No easy Regulatory Solutions (pág. 6). En Crisis Response. Public Policy for the Private Sector. Nota 8, octubre 2009. World Bank Group, Financial and Private Sector Development Vicepresidency

En un conocido email de un trabajador de Standard & Poor's, se reconocía que "las agencias de Calificación siguen creando un monstruo si cabe más grande: el mercado de los CDO (CDO o Collateralized Debt Obligation, intereses titulizados en fondos de activos, normalmente no hipotecarios)⁹⁷. Esperemos que para cuando este castillo de naipes se desplome, seamos todos prósperos y estemos jubilados"⁹⁸.

El propio sociólogo Thomas Friedman, en una entrevista televisada realizada el 13 de febrero de 1996 por David Gergen, editor de "U.S. News & World report," a raíz de su libro la revuelta de los aspirantes (revolt of the wannabes) finalizó con una conclusión que, emitida hace casi 18 años –toda una mayoría de edad- se mantiene desgraciadamente en plena actualidad:

“en la actualidad, existen dos superpotencias: los Estados Unidos, y el Servicio de Calificación de Deuda de Moody's (Moody's Bond Rating Service). Los primeros pueden destruirnos lanzando bombas, mientras que Moody's puede hacerlo degradando la calificación de nuestra deuda. Y créanme, no sé cuál de los dos es más poderoso”

⁹⁷ Cfr. En relación con los CDO's y su ajeneidad de facto a los inversores particulares, <http://www.investopedia.com/articles/07/cdo-mortgages.asp#axzz1agfCPC22>

⁹⁸ El tenor literal del email rezaba "rating agencies continue to create an even bigger monster - the CDO market. Let's hope we are all wealthy and retired by the time this house of cards falters." Seguidamente, había un signo sonriente –un smiley-. Para información puntual sobre los CDO's, Cfr. el esquema al respecto de Pablo García Estévez.

ENRON primero, la burbuja inmobiliaria después y actualmente, las consecuencias económicas de las crisis sociopolíticas en Oriente Medio están obligando a un replanteamiento del derecho administrativo económico y de control desde la perspectiva de las interacciones globales, de modo que se ha de coherente protección del Interés General nacional con la propia supervivencia de los distintos sistemas financieros. Lo cual obliga, igualmente, a gestionar sistemas de responsabilidad administrativa con vocación de extraterritorialidad y rayanos en el derecho internacional a través de los distintos convenios de colaboración recíproca⁹⁹, y la delimitación de las funciones de supervisión tanto de los supervisores nacionales como de los supervisores europeo y americano.

En suma: si hay un conjunto de relaciones jurídicas que precisan ser delimitadas (que no limitadas), esas son las económicas. Si hay unos mercados que precisan de regulación, esos son los financieros. Y si hay unos actores cuya entidad y capacidad de influir exigen la supervisión coordinada de las distintas administraciones públicas nacionales, europeas e internacionales, esas son las Agencias de Calificación crediticia. A través, sucesiva y secuencialmente, de estándares, buenas prácticas, normas jurídicamente exigibles, supervisión administrativa y, en última instancia, sendos reproches administrativo y jurisdiccional, ambos eficaces en tanto que emisores de resoluciones coercitivas, restauradoras, reparatoras y sobre todo, conservadoras del *fair play* financiero. En otras esferas socioeconómicas se puede tolerar una cierta medida de caos.

⁹⁹ Cfr. Amit R. Paley, *Credit-Rating firms grilled over conflicts: Risk were known, documents show*, Washington Post, Oct. 31, 2008

En lo atinente a los mercados financieros, todo caos se traslada de inmediato a la vida política, social y jurídica del territorio en que cada parque, cada bolsa, cada mercado, encuentra su localización física. De ahí que haya que articular una suerte de concatenación de responsabilidades de naturaleza híbrida, a caballo entre lo civil y lo administrativo, sustentadas en dos tipos de actuaciones reprochables: la de las ACC en primer lugar, pero también –y de modo más que subsidiario o accesorio- la de los supervisores/reguladores públicos. De no ser así, a la complejidad de reclamar responsabilidad por meras opiniones, se solapará la inmunidad de facto de unos supervisores que no habrán sabido cumplir con la que, a fecha de hoy, es la más importante de las funciones de supervisión administrativa en un mundo forzosamente globalizado: el control, supervisión e intervención de los creadores de tendencias financieras, los nuevos leviatanes.

Luxemburgo, octubre 2015

Apéndices: Fuentes

Bibliografía básica

Alfonso, A., 2003. Understanding the determinants of sovereign debt ratings: evidence for the two leading agencies. *Journal of Finance and Economics* 27 (1), 56–74

Alonso García, R. Sistema jurídico de la Unión Europea, Ed. Civitas, 2014

Avendaño, R., Gaillard, N. Nieto-Parra, S., 2009. “Are Workers Remittances Relevant for Credit Rating Agencies?”, Working Paper No. 282, OECD Development Centre, Paris

Basel Committee on Banking Supervision, 2005. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework. B.I.S., Basel, November

Basu S. (2013) ‘Reputation for two audiences: Rating agencies, auditors and the issuer-pays market’, Penn State University, Department of Economics Working Paper [online]. Disponible en http://econ.la.psu.edu/graduate/Job_Market/2013-2014/Basu_cv.html.

Bolton, P., e. a. (2012) ‘The credit ratings game’, *Journal of Finance*, 67(1), pp. 85-112.

Bruner, C.M., Abdelal, R. (2005) 'To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy' – *Journal of Public Policy*, 25(2), pp191-217.

Cantor, R., Packer, F., 1996. Determinants and impact of sovereign credit ratings. Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review (October), 37–52.

Cantor, R., e. a. (1997) 'Split Ratings and Pricing of Credit Risk', *The Journal of Fixed Income*, 7(3), pp72-82. DOI: 10.3905/jfi.1997.408217.

Carlón Ruiz, M. El control de la potestad reglamentaria, Estudio de la Ley de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa / Antonio Ezquerro Huerva (dir.), Javier Oliván del Cacho (dir.), 2014, págs. 395-460

Cavallo, E., Powell, A., Rigobon, R., 2008. Do credit rating agencies add value? Evidence from the Sovereign Rating Business Institutions, Inter-American Development Bank, Working Paper No. 647, Washington, DC.

Cutler, A. C., e. a. (1999) *Private Authority and International Affairs*, Albany, NY: State University of New York Press.

Ferri, G., et al. (1999) 'The Pro Cyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis', *Economic Notes*, 28(3), pp335-355.

Frost, C. A. (2007) 'Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of the Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 22(3), pp464- 492. DOI: 10.1177/0148558X0702200306.

Gaillard, N., 2009. Fitch, Moody's and S&P's sovereign ratings and EMBI global spreads: lessons from 1993–2007. *International Research Journal of Finance and Economics* 26 (April), 41–59.

Griep, C., Stefano, M. D. (2001) Standard & Poor's Official Response to the Basel Committee's Proposal.' *Journal of Banking and Finance*, 25, pp149-169. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(00\)00120-5](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00120-5)

Husisian, G. (1991) 'What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?' *An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, *Cornell Law Review*, 411(75).

Jackson, H. E. (2001) 'The Role of Credit Rating Agencies in the Establishment of Capital Standards for Financial Institutions in a Global Economy' in Ferran, E., Goodhart, C. A. E. (eds.) *Regulating Financial Services and Markets in the 21st century*. Oxford: Hart.

Kerwer, D. (2001) 'Standardising as Governance: The Case of Credit Rating Agencies', *Governance: An International Journal of Policy, Administration and Institutions*, 18(3), pp 453-475.

Kerwer, D. (2002) 'Rating Agencies: Setting Standard for Global Financial Markets', *Economic Sociology: European Economic Newsletter*, 3(3), pp40-46 [online]. Disponible en:
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.196.712&rep=rep1&type=pdf#page=40>.

Kerwer, D. (2005) 'Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies,' *Governance*, 18(3), pp453-475. DOI: 10.1111/j.1468-0491.2005.00284.x.

King, M. R., Sinclair, T. J. (2003) 'Private Actors and Public Policy: A Requiem for the New Basel Capital Accord', *International Political Science Review*, 24(3), pp345-362. DOI: 10.1177/0192512103024003004.

Mora, N., 2006. Sovereign credit ratings: guilty beyond reasonable doubt? *Journal of Banking and Finance* 30, 2041–2062.

Partnoy, F. (1999) 'The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs down for the Credit Rating Agencies', *Washington University Law Quarterly*, 77(3), pp619-712.

Partnoy, F. (2006) 'How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers', in Y. Fuchita, R. E. Litan, *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?* Baltimore, MD: Brookings Institution Press.

Pattberg, P. (2005) 'The Institutionalization of Private Governance: How Business and Non Profit Organization agree on Transnational Rules', *Governance: An International Journal of Policy, Administration and Institutions*, 18(4), pp 589-610.

Sinclair, T. J. (2005) *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Ithaca, NY: Cornell University Press.

Sutton, G., 2005. Potentially endogenous borrowing and developing country sovereign credit ratings, Bank for International Settlements, Occasional Paper No.5, Basel.

Sy, A., 2001. Emerging market bond spreads and sovereign credit ratings: reconciling market views with economic fundamentals, International Monetary Fund, Working Paper No.01/165, Washington, DC.

Weibull, J. W. (1997) *Evolutionary game theory*, Cambridge, MA

